




3 1761 11554420 7





# MONTEBELL Policy Report



Digitized by the Internet Archive  
in 2022 with funding from  
University of Toronto

<https://archive.org/details/31761115544207>



CA1 (40)  
FN73  
-M56

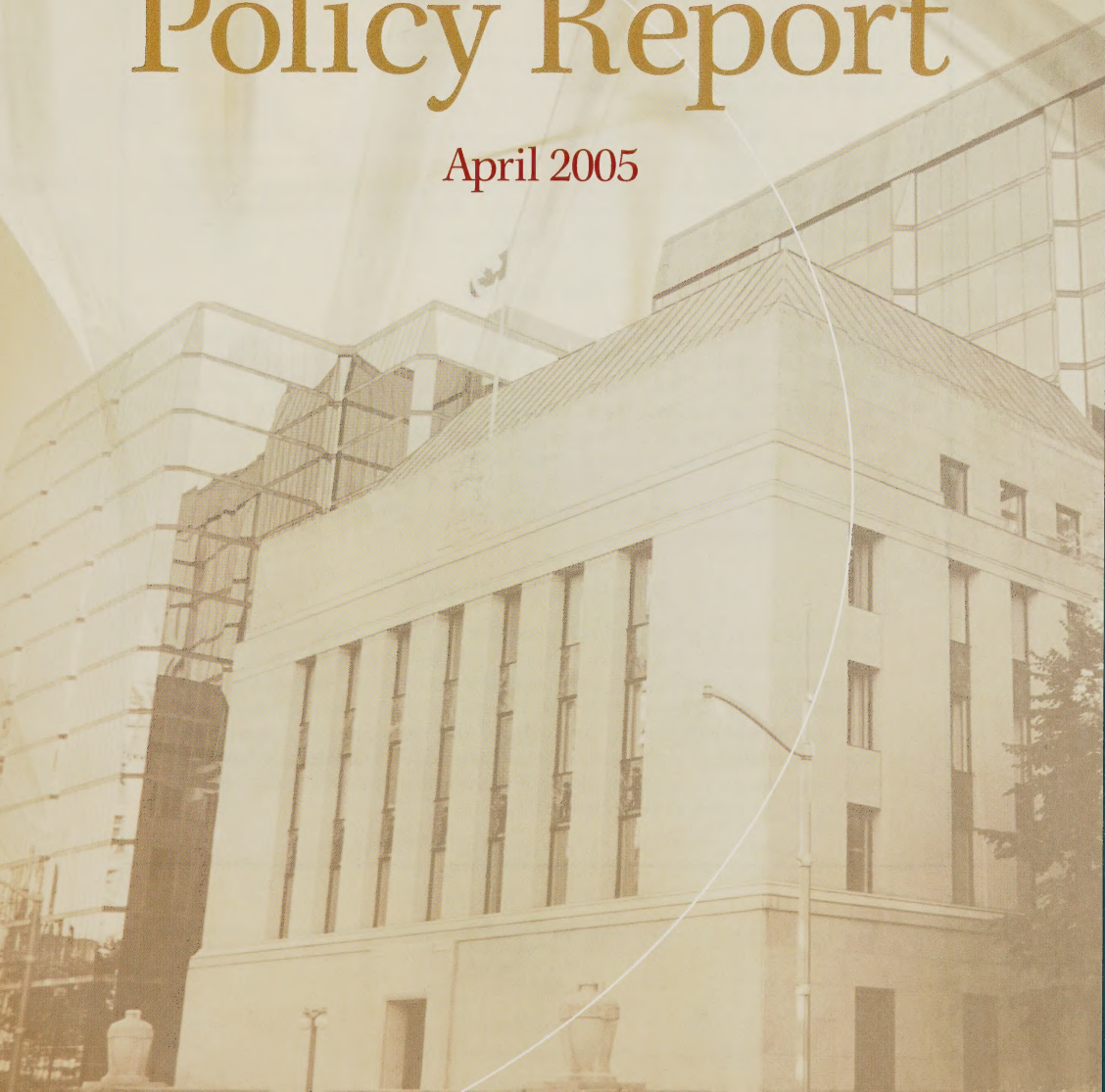


Government  
Publication

BANK OF CANADA

# Monetary Policy Report

April 2005



# CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY

## **Inflation control and the economy**

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

## **The monetary policy instrument**

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

## **The targets**

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly announced a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. That inflation-control target range was extended a number of times, most recently in May 2001, in this last case to the end of 2006. Monetary policy will continue to aim at keeping future inflation at the 2 per cent target midpoint of this range, both to maximize the likelihood that inflation stays within the target range and to increase the predictability of inflation over the longer term (Crawford 2001).

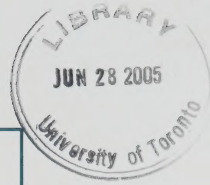
## **Monitoring inflation**

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank focuses on a *core* measure of CPI inflation that excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. Core inflation also tends to be a better predictor of future changes in the total CPI than does the recent history of CPI inflation (Macklem 2001).

*Bank of Canada*  
234 Wellington Street  
Ottawa, Ontario  
K1A 0G9

5282  
CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper



BANK OF CANADA

# MONETARY POLICY REPORT

— April 2005 —

*This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:  
David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay,  
David Longworth, and Tiff Macklem.*



The Canadian economy has had to adjust to sharp movements, not just in the external value of our dollar, but also in the foreign demand for many of our goods and services. Inflation targeting gives the Bank an important guideline for dealing with the currency appreciation, allowing us to maintain our focus on macroeconomic stabilization at a time when various sectors of the economy are dealing with the exchange rate shock.

David Dodge

*Governor, Bank of Canada*  
21 March 2005

# CONTENTS

<b>1. Overview</b> .....	5
<b>2. Recent Developments in Inflation</b> .....	7
Inflation and the 2 per cent target .....	7
Factors at work on inflation .....	9
<b>3. Financial Developments</b> .....	21
Credit conditions .....	21
Yield curves and the exchange rate .....	23
<b>4. The Outlook</b> .....	25
International background .....	25
Aggregate demand and supply in Canada .....	29
Measures of inflation expectations .....	31
Other factors affecting inflation .....	32
Implications of money growth .....	32
Inflation projection .....	33
<b>Bibliography</b> .....	35
<b>Technical Boxes</b>	
1. Economic Adjustment and Productivity Growth .....	15
2. Emerging Asia: Implications for Canada .....	28

## Foreword: Ten Years of the *Monetary Policy Report*

Ten years ago this spring, the Bank of Canada issued its first semi-annual *Monetary Policy Report*.

The Introduction to that *Report* noted that

The report reflects the framework used by the Bank in its conduct of policy. This framework includes: (i) a clear policy objective, (ii) a medium-term perspective (given the long lags for the full impact of monetary policy actions on the economy) and (iii) a recognition that monetary policy works through both interest rates and the exchange rate.

The ultimate objective of Canadian monetary policy is to promote good overall economic performance. Monetary policy can contribute to this goal by preserving confidence in the value of money through price stability. In other words, price stability is a means to an end, not an end in itself.

Although our framework has been refined over time, these statements are as true today as they were in 1995. The interim period has represented the best 10 consecutive years of good economic performance that Canada has seen in the last 35 years, and a transparent inflation-targeting regime has been a significant contributor to this outcome. The introduction of the *Monetary Policy Report* marked a major step forward in the transparency of the Bank's conduct of monetary policy. With the changes we have made through time to make the *Report* more transparent, it continues to serve us well in our communications with the public.

Governing Council



## 1. OVERVIEW

The global economy has been unfolding largely as expected, and prospects for continued robust growth are quite favourable, especially over the near term. Against this backdrop, the outlook for the Canadian economy through to the end of 2006 is essentially unchanged from that in the January *Monetary Policy Report Update*.

The Canadian economy continues to adjust to major global developments. These include the realignment of currencies in response to global imbalances, the higher prices of both energy and non-energy commodities, and growing competition from emerging-market economies.

The sectoral adjustments to these developments are becoming more evident. Many Canadian commodity-producing sectors are expanding. However, firms in a number of other sectors exposed to international trade are facing pressure from the appreciation of the Canadian dollar and from foreign competition. On balance, net exports have been a drag on the economy. But with robust domestic demand, some sectors—such as retail, wholesale, and housing—have been growing strongly. Canadian monetary policy continues to facilitate the adjustment process by aiming to keep inflation at the 2 per cent target and the economy operating near its production capacity. The Bank continues to judge that the economy is operating slightly below its full production capacity.

After appreciating sharply in 2003 and 2004, the Canadian dollar has been fluctuating in a range of around 80 to 83 cents U.S. since the beginning of the year.

The Bank's base-case projection calls for annualized growth of about 2 1/2 per cent in the first half of 2005 and 3 per cent in the second half. Growth of about 3 1/2 per cent is expected over the four quarters of 2006, consistent with returning the economy to full production capacity in the second half of that year.

Expressed on an annual average basis, growth in 2005 is projected to be about 2 1/2 per cent, down slightly from the January *Update*, while the projection for 2006 is little changed at about 3 1/4 per cent.

We continue to expect core inflation to move back to the 2 per cent target around the end of 2006. Based on the scenario implied by oil-price futures, total CPI inflation is projected to remain slightly above 2 per cent this year and to move slightly below 2 per cent in the second half of 2006.

### Developments in the target for the overnight rate since the October Report:

7 December—Unchanged  
at 2.5 per cent

25 January—no change

1 March—no change

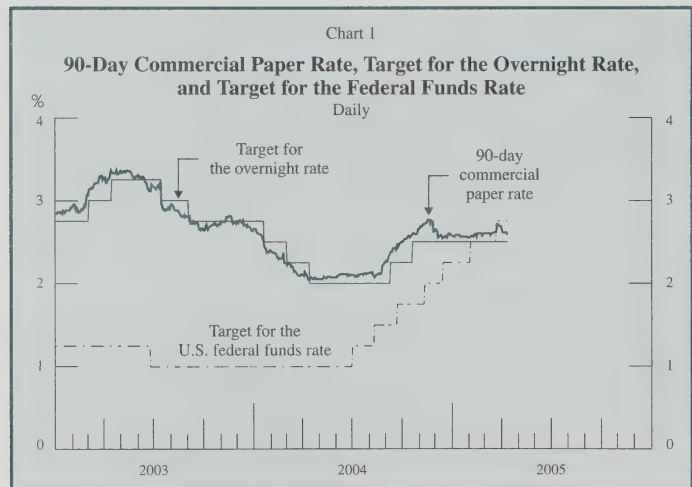
12 April—no change

*This report includes information received up to the fixed announcement date on 12 April 2005.*

Growth in the Canadian economy this year and next is anticipated to come primarily from domestic demand, as net exports are expected to exert a drag on the economy. To continue to support aggregate demand, the Bank decided to leave the target for the overnight rate unchanged at 2.5 per cent on 1 March and 12 April. In line with the Bank's outlook, a reduction of monetary stimulus will be required over time.

The global and Canadian economic outlooks remain subject to both upside and downside risks and to uncertainties. These risks include the pace of expansion in Asia, and the prices of oil and non-energy commodities. A further risk relates to the resolution of current account imbalances, with the risk of a disorderly correction growing over time, should these imbalances persist.

Most of the uncertainties with respect to the Canadian outlook continue to relate to how the economy is adjusting to the relative price changes associated with major global developments.



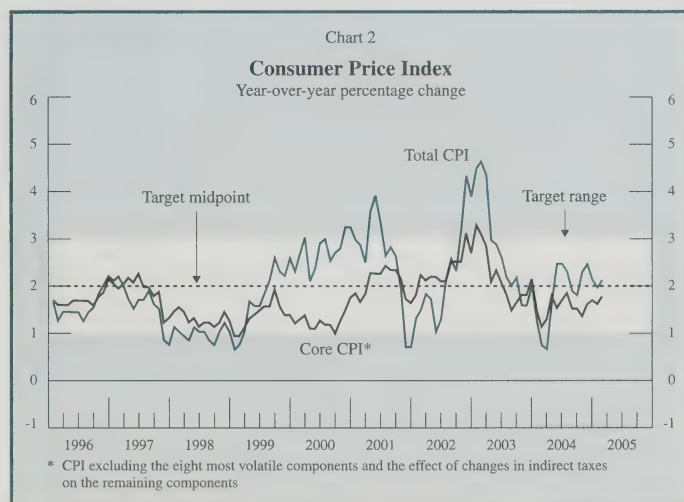
## 2. RECENT DEVELOPMENTS IN INFLATION

In the past year, core CPI inflation has been relatively stable, fluctuating in a range of 1.5 to 1.8 per cent. The surge in crude oil prices since the end of 2003 has pushed the average rate of increase in the total CPI to slightly more than 2 per cent over the same period.

*Core inflation has fluctuated in a range of 1.5 to 1.8 per cent.*

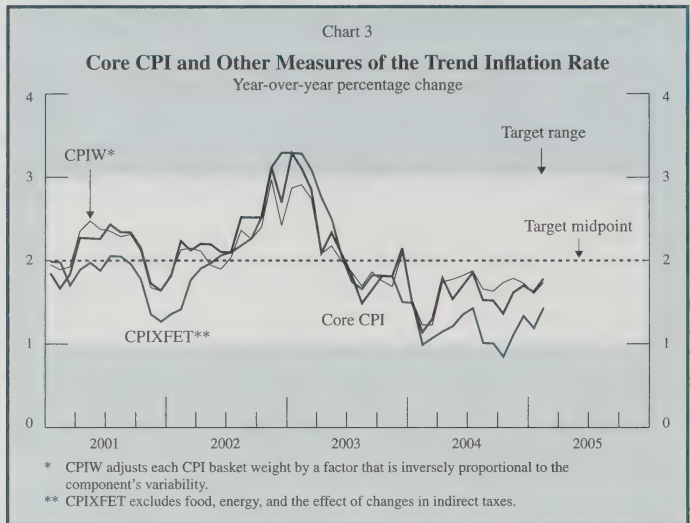
### Inflation and the 2 per cent target

The core rate of inflation moved up to 1.8 per cent in February from 1.5 per cent in August 2004, still below the Bank's 2 per cent inflation-control target. (Chart 2).<sup>1</sup> This is virtually the same as the rise projected in the January *Update*. Other measures of the trend rate of inflation that the Bank follows also remained below the 2 per cent target (Chart 3).



1. The core measure of inflation excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. The eight most volatile components are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs.





The modest amount of excess supply in the Canadian economy through much of 2003 and 2004 contributed to keeping the core rate slightly below longer-run expectations. Further reductions in the prices of many import-intensive goods, caused by the appreciation of the Canadian dollar and ongoing decreases in the global prices of some consumer goods, also continued to put downward pressure on core inflation over the period. The rate of increase in homeowners' replacement costs, an important component of core prices for shelter, has also eased somewhat since July 2004 as a result of lower year-over-year increases in the prices of new housing. Fluctuations in car prices, reflecting changes in manufacturers' incentives programs, explain much of the short-term variation in core inflation observed since mid-2004.

Since last August, the 12-month rate of increase in the total CPI was, on average, just above 2 per cent. The higher rate of increase relative to the core rate chiefly reflected the impact of substantial increases in the prices of energy commodities on selected CPI components. In particular, in February there were substantial increases in consumer prices for gasoline, fuel oil, natural gas, and intercity transportation from year-earlier levels.

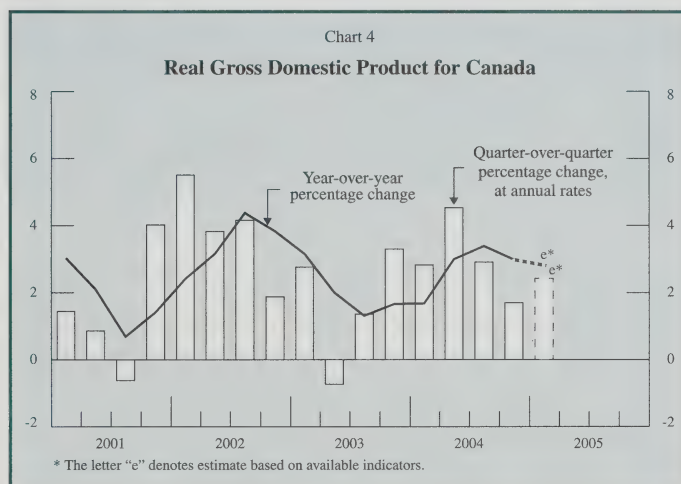
*The rate of increase in the total CPI has averaged just above 2 per cent since August 2004.*

## Factors at work on inflation

### Aggregate demand

Canada's real GDP grew at an annual rate of 2.9 per cent in the third quarter of 2004, as expected in the *October Report* (Chart 4). In the fourth quarter, economic growth eased to an annual rate of 1.7 per cent. This was less than anticipated in both the last *Report* and the *January Update*. For the second half of the year as a whole, exports were markedly weaker than projected, although this was partly offset by unexpectedly large inventory investment. Economic growth is likely to be on the order of 2 1/2 per cent in the first quarter of 2005.

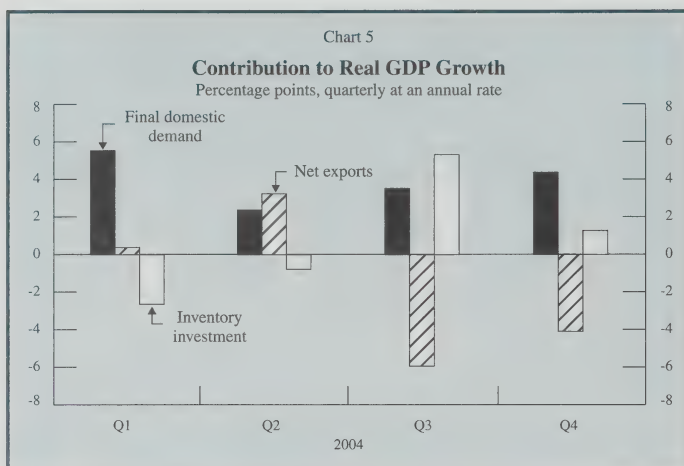
*Economic growth in the fourth quarter was weaker than expected.*



Final domestic demand continued to rise substantially in the second half of 2004, and inventory investment rose markedly in response to this robust growth and to concerns about delivery lags. In contrast, the volume of net exports fell back (Chart 5).

Canadian exports decreased sharply in the second half of 2004. Although a good part of this decline reflected an unwinding of the surprising surge recorded in the first half, it more fundamentally represented the ongoing adjustment to the past appreciation of the Canadian dollar. That adjustment has been most evident in those export components characterized by product differentiation (Chart 6). Indeed, in the second half of last year, export volumes of machinery and equipment and non-automotive consumer goods

*Exports fell back in the second half of 2004, partly in response to the earlier rise in the Canadian dollar.*



relative to indicators of foreign activity resumed the steep decline that began in 2003. In contrast, exports of commodities relative to U.S. industrial production, while fluctuating over the course of 2004, were little changed at year-end from 2003 levels. Exports of automotive products were also little changed over the course of last year relative to U.S. indicators of activity for the motor vehicle sector.

Among the components of final domestic demand, the pace of business investment picked up markedly towards year-end. Household spending also rose considerably, owing to monetary stimulus and ongoing gains in real incomes.

Part of the increase in final domestic demand was met by substantial gains in imports. The rise in inventory investment also contributed to boost imports. Some of the marked rise in import volumes relative to indicators of domestic activity, especially for such items as machinery and equipment and crude and fabricated materials, reflected the impact of the higher Canadian dollar, as well as growing competition from low-cost emerging markets (Chart 7).<sup>2</sup>

2. Imports are still estimated to have been below their long-run fundamental level at the end of 2004, since only part of their adjustment to the substantial cumulative appreciation of the Canadian dollar had been completed. However, further econometric work on imports, involving the replacement of an aggregate income variable by individual components of demand, suggests that the size of the gap relative to long-term fundamental levels is considerably smaller than that shown in Technical Box 3 of the *October Report*.

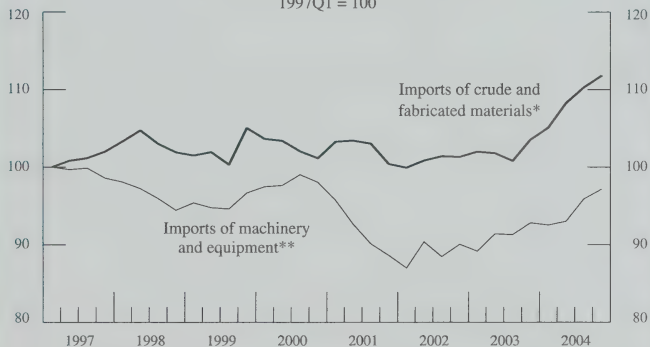


Chart 6  
Index of Export-to-Activity Ratios\*  
1997Q1 = 100



- \* The aggregate ratios shown here are the weighted average of export-to-activity ratios for individual export components.
- \*\* For exports of machinery and equipment, the indicator of foreign activity is U.S. investment spending on machinery and equipment. For exports of non-automotive consumer goods, the indicator is U.S. consumer spending on non-automotive goods.
- \*\*\* For exports of commodities, the indicator of foreign activity is U.S. industrial production. For exports of motor vehicles, it is U.S. motor vehicle sales, and for exports of vehicle parts, it is U.S. motor vehicle production.

Chart 7  
Index of Import-to-Activity Ratios  
1997Q1 = 100



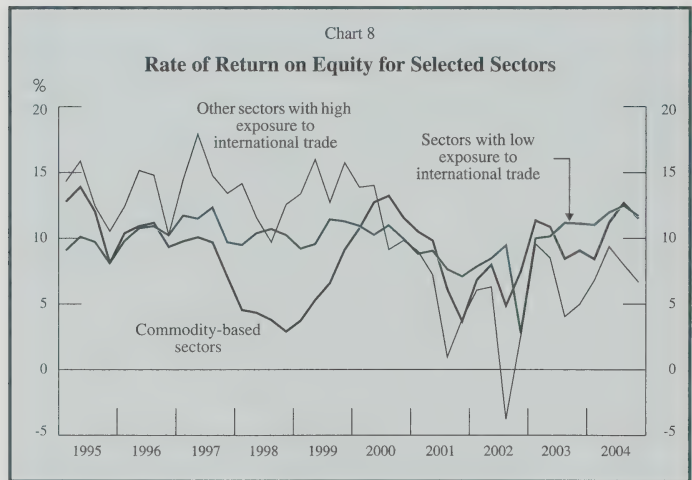
- \* For imports of crude and fabricated materials, the indicator of domestic activity is Canadian industrial production.
- \*\* For imports of machinery and equipment, the indicator of domestic activity is the sum of Canadian investment in machinery and equipment and exports of machinery and equipment.

## Adjusting to global change

*There are more indications of the adjustments being made in response to major global developments . . .*

The Canadian economy is continuing to adjust to major global developments. These include a marked realignment of world currencies, including the Canadian dollar; high price levels for crude oil and non-energy commodities; and the growing global economic impact of China and India. Since the *October Report*, there have been more indications of the sectoral effects of these global developments and of firms' responses to these changes.

The strong global economic expansion boosted profitability for most of the industries with high exposure to international trade in the first three quarters of 2004 (Chart 8).<sup>3</sup> In the fourth quarter of last year, however, profitability eased off in many of these industries, following a reduction in the global demand for Canadian products and a further appreciation of the Canadian dollar from the middle of 2004. As a result, there was only marginal growth in the overall level of activity in sectors highly exposed to international competition from August 2004 to January 2005. In contrast, most sectors with a low exposure to foreign competition—such as housing, retail and wholesale trade, and finance, insurance and real estate—made further solid gains in output. Some of these sectors also benefited from lower costs for imported products.



3. Net exposure to international trade is calculated by adding the proportion of production that is exported and the share of imports in domestic consumption, and subtracting the share of imported inputs in production. If a sector's net exposure to international trade ratio was at least 0.5 in 2001, then that sector is defined as being highly exposed to international trade or competition.

These global economic developments can be expected to lead to important shifts in the composition of activity among the broad sectors of the Canadian economy. One important channel through which this takes place is major shifts in capital spending at the sectoral level in response to expected persistent changes in profitability.

Consistent with this, the largest cumulative gains in actual and planned capital spending for 2004 and 2005 occurred in commodity-producing industries in response to the substantial rebound in global commodity prices and the expectation that these price gains would persist for some time (Table 1). Increases in investment expenditures are particularly pronounced in oil and natural gas extraction, other mining activity, and in the manufacture of wood products. The substantial gains in Canada's final domestic demand in recent years have also led to a marked rise in capital spending in many sectors with a low exposure to international trade, especially electric power generation, finance and insurance, information and cultural industries, and the manufacture of refined petroleum products. Moreover, in many of the sectors either producing commodities or with a low exposure to international trade, a large part of the increase in capital spending is directed at expanding capacity.

In contrast, there is likely to be prolonged downward pressure on profitability in many industries highly exposed to international competition (other than those producing energy and other commodities), primarily because of the Canadian dollar's appreciation and growing competition from such economies as China and India. As a result, investment spending in these industries seems to be directed at reducing costs and improving competitiveness rather than at increasing capacity.

*... as is evident in the sectoral composition of business investment spending.*

**Table 1**  
**Current-Dollar Investment in Capital Spending**  
Annual percentage change

Sector	2003	2004	2005
Aggregate private sector	2.9	6.5	8.8
Oil and gas extraction	13.9	8.2	12.0
Other commodity-producing industries	6.1	6.0	12.9
Other manufacturing with high exposure to international trade or competition*	1.4	-3.5	10.9
Low exposure to international trade	-0.4	7.2	7.0

\* Includes sectors that are exposed as net importers

Source: Statistics Canada, *Private and Public Investment in Canada, Intentions 2005*.



More broadly, the Bank's *Business Outlook Surveys* have shown that many firms adversely affected by global developments are taking various measures to improve productivity and reduce costs. For instance, an increasing number of producers are choosing to cut costs by importing more inputs from Asia. Others are adjusting to the higher Canadian dollar by phasing out production of goods and services with low profit margins and concentrating on those with higher returns.

The adjustments being made by firms in response to global economic developments also continued to be reflected in the sectoral composition of employment changes. Employment has tended to rise since the end of 2003 in those industries producing commodities or having low exposure to foreign competition. On the other hand, employment has fallen in the other manufacturing industries highly exposed to international trade, reflecting to some extent the substitution of capital for labour in order to reduce costs. The spring *Business Outlook Survey* indicates that employment growth over the next 12 months will be concentrated in service industries.

This reallocation of capital and labour involves adjustment costs that may cause a temporary slowdown in productivity growth and, therefore, in the growth of potential output. (See Technical Box 1.)

### Estimated pressures on capacity

The level of economic activity at the end of 2004 was broadly in line with the Bank's expectations in the January *Update*. While output growth in the fourth quarter of 2004 was somewhat lower than expected, this was largely offset by upward revisions to Statistics Canada's estimates of growth earlier in the year. At the same time, the Bank's conventional measure of potential output for 2004 was revised down slightly relative to the estimate used in the January *Update*.<sup>4</sup> As a result, the Bank's conventional measure of the output gap indicated that the economy was operating at about its capacity limits in the fourth quarter of 2004, instead of slightly below its effective capacity, as in the last *Update* (Chart 9).

Other indicators point to greater pressure on capacity than the conventional measure. For instance, capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector in the fourth quarter of 2004 remained considerably higher than its average for 2000 to 2003, because growth of capacity in this sector has been relatively low in recent years, owing to weak investment spending and some write-off of uneconomic capacity as a result of relative price changes.

---

4. Potential output is now estimated to have increased at an annual rate of 2.7 per cent in 2004, compared with a rise of 2.9 per cent in the *Update*.

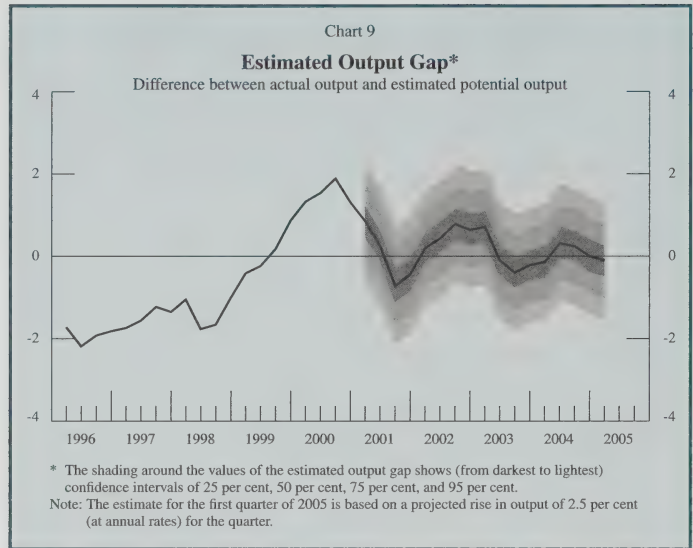
## Technical Box 1

**Economic Adjustment and Productivity Growth**

The Canadian economy has been adjusting to significant global developments, such as the realignment of world currencies, including the Canadian dollar, and the surge in commodity prices. These shocks are largely structural in nature and will lead to a reallocation of capital and labour away from the production of non-commodity manufactured goods towards the production of primary materials and non-tradable goods and services. This reallocation will take some time, however, and productivity growth could be lower during the adjustment period.

Before making adjustments to their workforce, firms often wait to ensure that the shock is permanent. Workers with skills tied to a particular industry may require retraining or other assistance to become fully functional in areas of the economy that are expanding. They may have to relocate, and, once on the job, it may take time for new staff to develop the firm-specific skills often associated with productivity gains. Thus, major sectoral shifts in the allocation of labour will initially tend to dampen productivity growth.

With respect to capital, there are typically lags between the decision to invest, the acquisition of capital, and its integration into the production process, either to expand capacity or to make the production process more efficient. When investment is in the form of machinery and equipment rather than structures, adjustment costs are an important consideration. For example, in spite of the substantial investment in information and communications technologies (ICT) in the past decade, productivity growth initially remained sluggish, especially outside the ICT production sector. This is because it takes more than physical investment in new technologies to generate widespread productivity gains. Firms must train workers to use new technologies or wait for newly trained graduates. Businesses may also have to reorganize their workplaces to benefit fully from new technologies. These adjustment costs will temporarily lower measured output, and thus productivity growth, until the adjustment period is over. The lag between investment in new technology and its payoff in terms of greater productivity growth could extend to a few years.

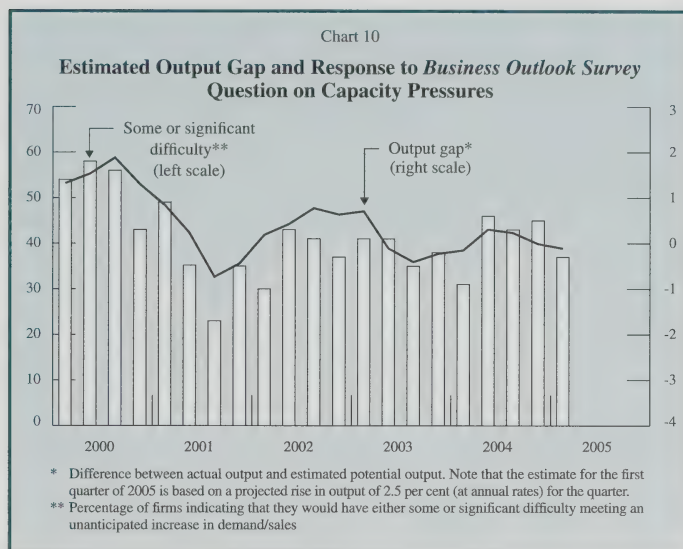


Nevertheless, it is important to note that several indicators currently suggest more economic slack than is implied by the conventional measure. On average, the core rate of inflation has been below the 2 per cent midpoint of the target range since mid-2003. As well, wage increases have remained quite moderate, and the proportion of firms reporting labour shortages or difficulties in meeting an unanticipated increase in demand was lower than average in the spring *Business Outlook Survey*.

The degree of economic slack varies across industries and regions because of the ongoing process of adjusting to global changes. But what matters for monetary policy is the economy as a whole.

Based on an assessment of all the indicators of capacity pressures, including those from the *Business Outlook Survey*, the Bank judges that there is slightly more excess supply in the Canadian economy than suggested by its conventional measure (Chart 10). This view of the current size of the output gap is similar to that held in the January *Update*.

*The Bank judges that the output gap is somewhat larger than suggested by its conventional measure.*



### Cost control and output prices

The underlying rate of increase in wages, based on such measures as the average hourly earnings of permanent workers, appears to have remained in a range between 2 1/4 and 3 1/4 per cent since the middle of 2004 (Chart 11). The year-to-year gain in another wage measure—hourly labour compensation in the business sector—was somewhat lower, at 2 per cent at the end of last year.

These overall figures mask important regional differences. For example, in Western Canada, wage gains have generally been higher than in the rest of the country, reflecting a greater prevalence of labour shortages in that region.

With only a slight increase in productivity over the past year, unit labour costs in the business sector in the fourth quarter of 2004 rose by just under 2 per cent from year-earlier levels (Chart 12). Indeed, productivity growth was surprisingly low in both 2003 and 2004, easing markedly from its average performance over the 1998 to 2002 period.<sup>5</sup> That reduction in productivity growth was broadly based across sectors and stands in sharp contrast to the U.S. experience.<sup>6</sup> The assumption about the pace of productivity growth embodied in the Bank's outlook is discussed in Section 4.

*Unit labour costs in the fourth quarter rose by just under 2 per cent from year-earlier levels.*

5. It should be kept in mind that Statistics Canada's estimates of productivity growth for 2003 and 2004 are preliminary and are subject to revision as more reliable benchmark data become available.

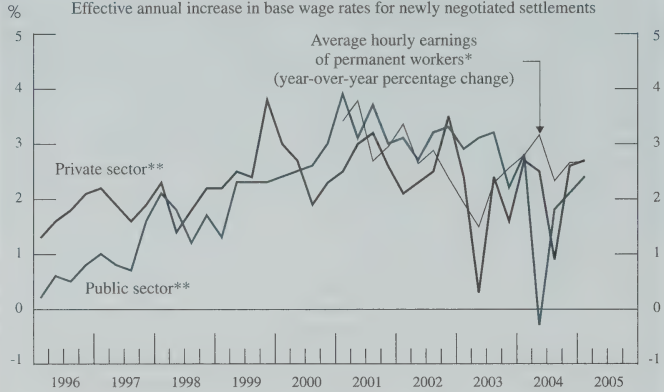
6. It is doubtful that the type of adjustment costs reviewed in Technical Box 1 accounted for a significant part of the reported slowdown.



Chart 11

**Wage Settlements and Average Hourly Earnings**

Effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements

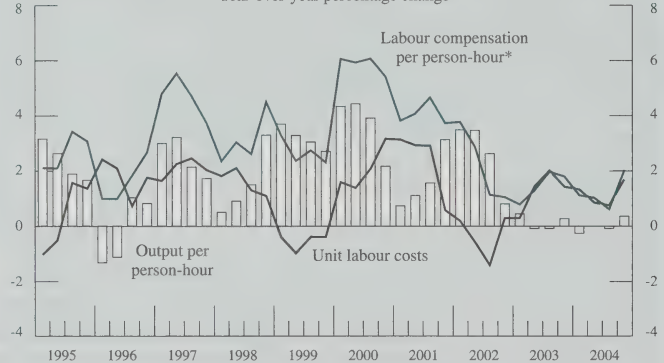
\* Source: *Labour Force Information*, last data point plotted, March 2005

\*\* Source: Human Resources Development Canada, last data point plotted, January 2005

Chart 12

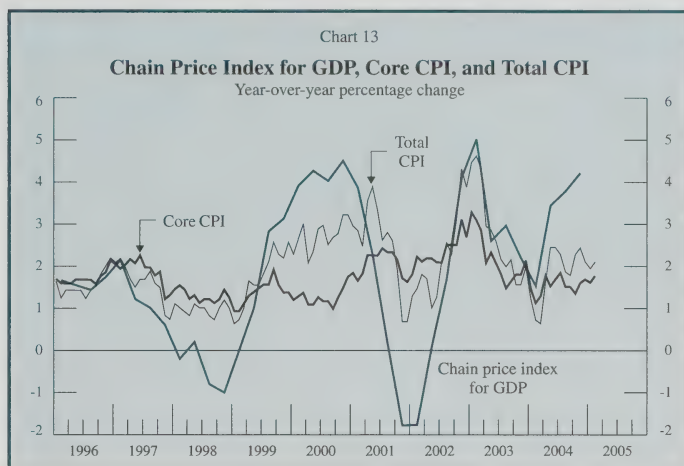
**Unit Labour Costs and Labour Productivity: Business Sector**

Year-over-year percentage change



\* Labour compensation includes the labour income of paid workers, plus imputed labour income for self-employed workers.

Source: Statistics Canada *Daily*

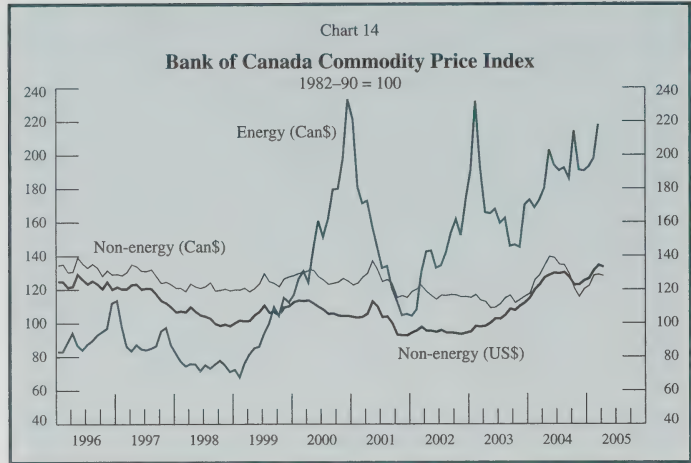


With substantial increases in the global prices for Canadian exports of energy commodities and many industrial materials, Canada's terms of trade improved considerably in 2004.<sup>7</sup> As a result, the chain price index for GDP (a broad price measure of the goods and services produced in Canada) rose 4.2 per cent between the fourth quarter of 2003 and the fourth quarter of 2004 (Chart 13). By comparison, the prices of goods and services purchased by Canadians rose 2 per cent over the same period. This terms-of-trade improvement has thus produced a significant increase in real income, which has been reflected in the growth of corporate profits and government tax revenues.

The price of crude oil has increased further since the end of 2004, reflecting upward revisions to the projected global demand for oil and downward revisions to expected non-OPEC supplies. The prices of non-energy commodities have also risen since the end of 2004 (Chart 14). Strengthening demand has contributed to recoveries in the prices of both lumber and pulp. At the same time, continued strong global demand, as well as a number of planned production cutbacks, have led to a further rise in metals prices.

*Income growth was boosted by an improvement in the terms of trade.*

7. Over the past three years, Canada's terms of trade have risen by just over 16 per cent.



### 3. FINANCIAL DEVELOPMENTS

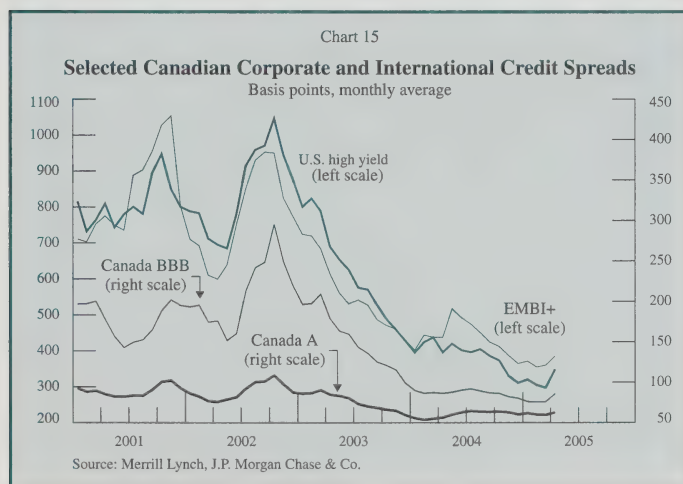
For both the global economy and for Canada, financial conditions have remained very favourable since the *October Report*. Yields and credit spreads on corporate bonds are close to historically low levels. Equity markets have improved over recent months, and market volatility has remained low. Sustained improvement in the balance sheets of Canadian banks, aggressive competition among suppliers of credit, and modest demand for credit have led to continued easing in bank-lending conditions in Canada. Mainly because of strong supply conditions, growth in business credit continues to pick up. Meanwhile, both supply and demand continue to support robust growth in household credit.

*Global financial conditions have remained very favourable . . .*

#### Credit conditions

Business-credit conditions are quite favourable, both in Canada and internationally. In financial markets, the demand for higher-yielding, somewhat riskier products remains strong. Demand is supported by fairly robust corporate earnings and the low yields returned by government securities. This has contributed to high bond prices and relatively low credit spreads (Chart 15).

*. . . and are reflected in business-credit conditions in Canada.*



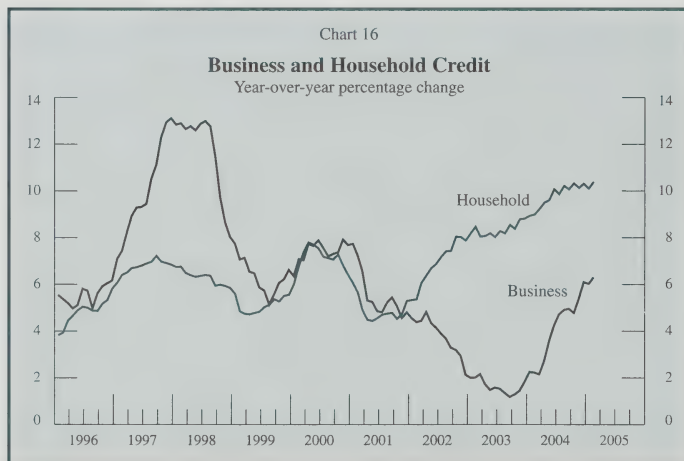


Most equity markets have improved since the *October Report*, with the TSX Composite Index increasing by about 10 per cent. Much of the improvement in Canada reflects the strong performance of the energy sector.

Both gross and net issues by corporations have shown solid growth in Canada. Credit defaults have been at cyclical lows, and the share of credit-rating upgrades in total credit-rating changes continued to rise. The growth of business credit (Chart 16) currently stands close to its 10-year average. The pickup in short-term business credit has continued, boosted by easier lending conditions. Growth in long-term business credit (including income trusts) has also remained robust since the *October Report*, helped by a stable net issuance of bonds and equities. Most of the increase in business credit has reportedly been channelled towards general business operations and debt refinancing rather than towards new investment.

*Household credit has continued to advance at a rapid pace.*

Household credit has continued to advance at a rapid pace since the *October Report*, with both consumer credit and residential mortgage credit contributing to the increase (Chart 16). At the same time, low interest rates and favourable labour market conditions have helped ensure that household balance sheets remain healthy. The elevated level of household credit growth is likely to be associated with strong consumption in the first part of this year.



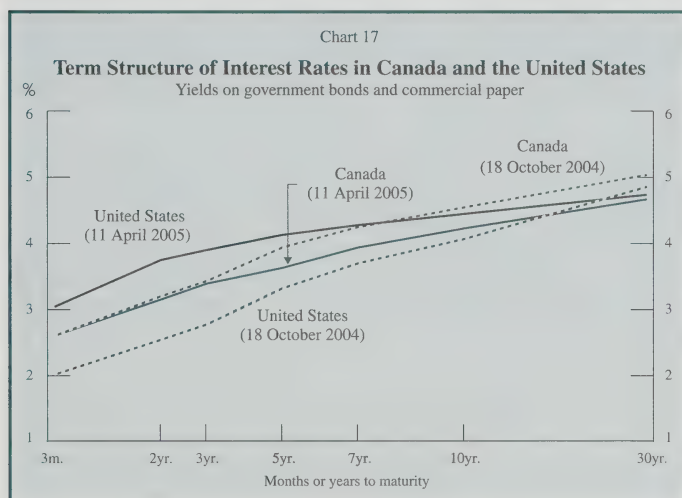
In summary, a broad range of financial indicators point to a considerable amount of liquidity in the global economy, as well as in the Canadian economy.

*Overall, there is a considerable amount of liquidity in the Canadian and global economies.*

## Yield curves and the exchange rate

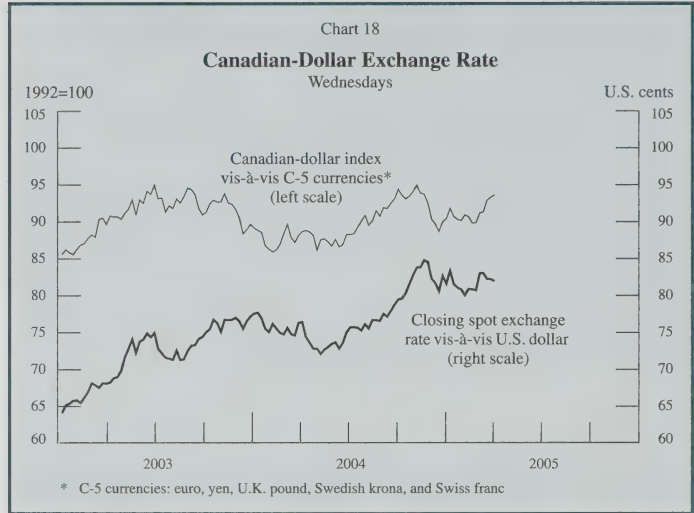
The yield curve in the United States has moved higher since the time of the *October Report* (Chart 17). It has also continued to flatten, mainly driven by larger increases in short-term interest rates. Futures prices indicate that markets anticipate further increases in the federal funds rate over the remainder of the year, with U.S. forward rates implying a policy rate of approximately 4.0 per cent by the end of December 2005.

*Markets anticipate further increases in the federal funds rate over the remainder of the year . . .*



Canadian asset prices indicate expectations of a more gradual trajectory for increases in interest rates here than in the United States. This divergence in the expected paths for policy rates in the two countries has contributed to sharply declining interest rate differentials across the yield curve. Yields on two-year Canadian bonds are now approximately 60 basis points below those on U.S. Treasuries, and yield spreads on longer-term bonds have turned negative for the first time in over four years.

*. . . and more gradual increases in Canada's policy rate.*



*The Canadian dollar has traded within a range of 80 to 83 cents U.S.*

After appreciating sharply from the time of the *October Report* until early December, major currencies weakened against the U.S. dollar, and the Canadian dollar has traded within a range of 80 to 83 cents U.S. This has occurred within the context of rising U.S. interest rates, relative economic weakness in Japan and Europe, rising energy prices, and generally high prices for other commodities.

## 4. THE OUTLOOK

### International background

On balance, the global economy has been performing largely as expected at the time of the *October Report*, and growth is projected to remain relatively strong, at around 4 per cent in both 2005 and 2006, in spite of higher oil prices. While the overall growth picture for the next two years has changed little from the *October Report*, the distribution of growth is more uneven among major economies than previously expected, with upward revisions to the already strong growth prospects in non-Japan Asia offsetting downward adjustments to the growth outlook in Japan and the European Union (Table 2).

*The global outlook is little changed from October...*

Table 2 Global Growth Projections				
	Share of real global GDP <sup>a</sup> (per cent)	Expected growth (per cent) <sup>b</sup>		
		2004	2005	2006
United States	21	4.4 (4.6)	3.7 (3.7)	3.7 (4.1)
European Union	20	1.9 (2.1)	1.7 (1.9)	2.3 (2.6)
Japan	7	2.6 (4.1)	0.8 (1.5)	1.8 (2.1)
China and Asian NIEs <sup>c</sup>	16	8.9 (8.2)	7.6 (7.1)	7.2 (6.5)
Others	36	5.7 (4.6)	4.4 (4.1)	4.2 (4.8)
World	100	5.0 (4.7)	4.0 (3.9)	4.0 (4.3)

a. GDP shares are based on the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2003. Source: IMF, WEO Database, September 2004

b. Numbers in parentheses show projections from the October 2004 *Monetary Policy Report*.

c. NIEs are newly industrialized economies. These include Hong Kong (Special Administrative Region), Korea, Taiwan (Province of China), and Singapore.

Source: Bank of Canada

Recent economic developments in the United States suggest that underlying momentum remains strong. Real GDP grew at an annual rate of 4 per cent in the third quarter of 2004 and 3.8 per cent in the fourth quarter. Consumer spending and business investment were both very robust in the second half of the year. Despite the significant real effective depreciation of the U.S. dollar, net exports continued to restrain growth in the second half of 2004. Evidence to date indicates that growth remained near 4 per cent in the first quarter of 2005.

*... with momentum in the United States remaining strong.*



The U.S. economy is expected to post growth rates that will be somewhat above potential in 2005 and 2006, albeit lower than in 2004. As a result, excess supply (estimated at somewhat below 1 per cent of GDP at the end of 2004) should be largely eliminated over the next two years. Business investment should remain solid, since the capital stock appears unusually low at this point in the cycle. Moreover, the past depreciation of the U.S. dollar should contribute to a strong recovery in export growth. Meanwhile, household expenditures are likely to slow, partly because of the dampening impact of higher oil prices and of past and anticipated increases in interest rates.

*Growth in China remains buoyant . . .*

At the same time, the contribution of Asia (excluding Japan) to the world economic expansion is slightly greater than previously expected. In particular, growth in China has remained surprisingly buoyant despite the implementation of administrative tightening measures and higher domestic interest rates. Accordingly, the outlook calls for a more gradual slowing profile than was assumed at the time of the *October Report*.

*. . . while that in Japan is projected to be lower than earlier expected.*

In contrast, growth in Japan turned out to be weaker than anticipated.<sup>8</sup> Following a sharp rise in the first quarter of 2004, real GDP was relatively stagnant throughout the remainder of the year, owing largely to the impact of an inventory correction in IT-related sectors, higher oil prices, and typhoons. A gradual pickup in quarterly growth throughout 2005 is expected, as the effect of the adverse factors that restrained aggregate demand in the latter part of 2004 diminishes. Nevertheless, the average annual growth rate in 2005 should be significantly lower than in 2004, owing to the low starting point.

In the euro area, real economic activity in the final quarter of 2004 was also weaker than anticipated, and the outlook has been revised down marginally. A gradual pickup in the rate of growth of economic activity is expected this year and next, as the adverse impact stemming from the past appreciation of the euro and the rise in world oil prices gradually tapers off.

*Global imbalances remain a key risk.*

While the overall global short-term outlook is favourable, a number of risks and uncertainties remain, including the future course of oil prices, the pace of expansion in China, and geopolitical developments. A key risk relates to the unfolding of current account imbalances, with the risk of a disorderly correction growing over time if the imbalances persist. Indeed, despite a substantial real effective depreciation of the U.S. dollar since early 2002,<sup>9</sup> external imbalances have continued to widen and are likely to

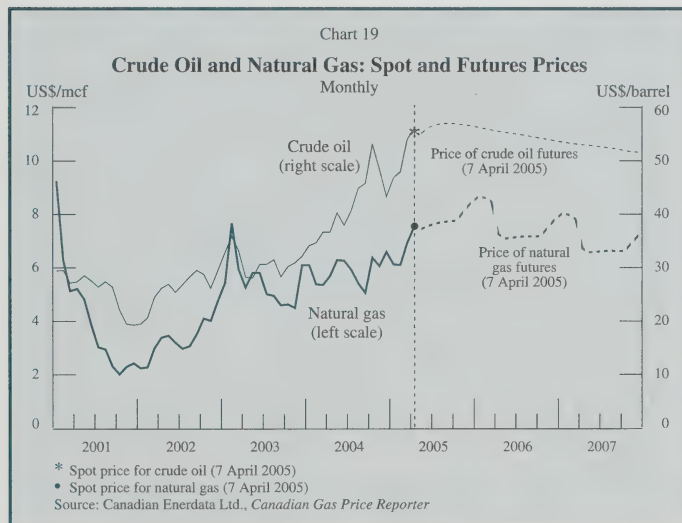
8. This partly reflects revisions to national accounts that have resulted in a much lower growth profile.

9. The depreciation of the U.S. dollar between February 2002 and March 2005 amounted to 15 per cent, according to the U.S. Federal Reserve Board's real effective broad index.

continue to do so in the near term. An orderly correction of external imbalances will require increased savings in the United States, a strengthening of demand elsewhere, notably in Japan and Europe, combined with further real effective depreciation of the U.S. dollar. Greater exchange rate flexibility in Asia would facilitate the adjustment.

The projected global economic expansion should help maintain the U.S.-dollar prices of non-energy commodities at relatively high levels over the remainder of 2005 and through 2006, although some easing is likely as new supplies become available (Technical Box 2). On the other hand, any further real depreciation of the U.S. dollar would put upward pressure on non-energy commodity prices, expressed in U.S.-dollar terms. With regard to crude oil, the Bank's base-case scenario—which is based on recent futures prices (Chart 19)—assumes that prices will be close to US\$57 per barrel over the remainder of 2005 and then ease slightly to about US\$54 per barrel by the second half of 2006. Natural gas prices are expected to stay at relatively high levels through 2006. The Bank's base-case scenario for oil prices is markedly higher than in the January Update.

*The assumed scenario for oil prices is now markedly higher.*



## Technical Box 2

**Emerging Asia: Implications for Canada**

Over the past 25 years, emerging markets in Asia have been a growing source of global trade, with China becoming a dominant economic force in the region in the past few years.<sup>1</sup> By 2003, these economies accounted for 16 per cent of global trade, up from just 6 per cent in 1980. Although Canada's direct trade with the region is limited, the region's trade significantly affects Canada through global markets. Of particular importance is the region's growing demand for commodities and the resultant impact on global commodity prices.

Although Asian demand for commodities temporarily collapsed with the Asian crisis in 1997–98, the ensuing regional recovery and the growing economic prominence of China have led to a resurgence of demand and sharply higher prices. According to the Bank of Canada's index, commodity prices have risen by over 70 per cent in terms of G-7 currencies since mid-November 2001. This increase has been a significant factor behind the 25 per cent rise in the value of the Canadian dollar over the past two years.

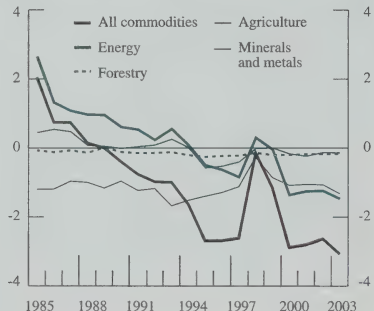
The strong Chinese demand for commodities reflects very robust domestic investment, as well as the country's growing role as a manufacturing platform for Asian firms. Although China is itself a major producer of many commodities, its rapid economic growth has caused domestic demand to outstrip domestic supply, leading the country to become a major buyer on international commodity markets.

Canadian natural-resource producers are well positioned to take advantage of these favourable market conditions. Robust global demand has resulted in strong corporate profitability despite the appreciation of the Canadian dollar. In response, resource producers have increased their investment expenditures, which suggests that Canadian firms are planning to expand production. Firms outside the resources sector are also paying closer attention to China as an important new market.

**Commodity Price Indexes (G-7 Currencies)**  
1982-90=100



**Commodity Trade Balance of Emerging Asian Economies as a Percentage of GDP**



1. Emerging Asia includes China, Hong Kong, Indonesia, Korea, Malaysia, the Philippines, Singapore, and Thailand.

## Aggregate demand and supply in Canada

Given the effects of the past and recent appreciation of the Canadian dollar, the Bank expects growth, on an average annual basis, of about 2 1/2 per cent in 2005. Growth should pick up to about 3 1/4 per cent in 2006. The Bank's outlook for growth in 2005 is slightly lower than projected in the *January Update*, reflecting weaker-than-expected growth in the fourth quarter of 2004. Projected quarterly growth through the year, however, is unchanged from the *January Update*. While the Bank's growth projection for 2005 is the same as the latest Consensus outlook, the projection for 2006 is slightly higher.

The Bank's projection assumes real GDP growth of 2 1/2 per cent, at an annual rate, during the first half of 2005. This is expected to move up to about 3 per cent in the second half of this year and to about 3 1/2 per cent over the four quarters of 2006. The lower rate of growth projected for the first half of 2005 stems mainly from the anticipated slowing in the rate of inventory accumulation. This outlook for growth implies a modest rise in excess supply in the first half of 2005 and a return to production capacity in the second half of 2006.

Were it to persist, the sluggish growth in labour productivity in the past two years would put the Bank's projection for potential output growth at risk. However, recent and projected increases in business investment, as well as continued rapid growth in labour productivity in the United States, make it reasonable to assume a resumption of productivity growth. In addition, there may be some upside risks to the trend rate of growth of labour inputs, at least over the near term. Therefore, at this time, the Bank continues to project growth in production capacity of 3 per cent. This is based on the assumptions of trend growth of 1 1/4 per cent in labour inputs and trend growth of 1 3/4 per cent in labour productivity.

Economic expansion in Canada this year and next is expected to be supported primarily by the continued substantial growth of final domestic demand (Table 3). This view is essentially unchanged from that of the *January Update*. As noted earlier, there is still considerable monetary stimulus supporting demand at this time. The Bank's outlook continues to incorporate a reduction of monetary stimulus over the projection period.

Capital spending by businesses is projected to increase even more strongly than last year, reflecting the global economic expansion and the associated high levels of prices for both energy and non-energy commodities, very favourable financial conditions, high profit levels, and further decreases in the prices of imported machinery and equipment. Ongoing gains in real incomes, the

*GDP growth in Canada is projected to be about 2 1/2 per cent in 2005 and about 3 1/4 per cent in 2006 . . .*

*. . . with the economy returning to its production capacity in the second half of 2006.*

*Economic expansion is expected to be supported primarily by growth in final domestic demand . . .*



effects of monetary stimulus, and the high level of consumer confidence (Chart 20) should contribute to further solid growth in consumer spending. However, following the rapid increases in recent years, housing investment, on balance, is expected to remain unchanged over this period. Spending on renovations is projected to rise strongly, offsetting the impact of anticipated reductions in housing starts and resale activity.

<b>Table 3</b> <b>Contributions to Average Annual Real GDP Growth</b> Percentage points*			
	2004	2005	2006
Consumption	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)	1.9 (1.9)
Housing	0.5 (0.4)	0.1 (0.0)	-0.1 (0.0)
Government	0.6 (0.6)	0.7 (0.8)	0.9 (0.8)
Business fixed investment	0.7 (0.5)	1.0 (0.8)	0.8 (0.9)
<i>Subtotal: Final domestic demand</i>	<i>3.7 (3.4)</i>	<i>3.8 (3.6)</i>	<i>3.5 (3.6)</i>
Exports	1.9 (1.9)	0.9 (1.7)	2.2 (1.8)
Imports	-2.7 (-2.4)	-2.0 (-2.5)	-2.4 (-2.1)
<i>Subtotal: Net exports</i>	<i>-0.8 (-0.5)</i>	<i>-1.1 (-0.8)</i>	<i>-0.2 (-0.3)</i>
Inventories	-0.1 (-0.2)	-0.1 (0.0)	0.0 (0.0)
GDP	2.8 (2.7)	2.6 (2.8)	3.3 (3.3)

\* Figures in parentheses are from the scenario in the January Update.

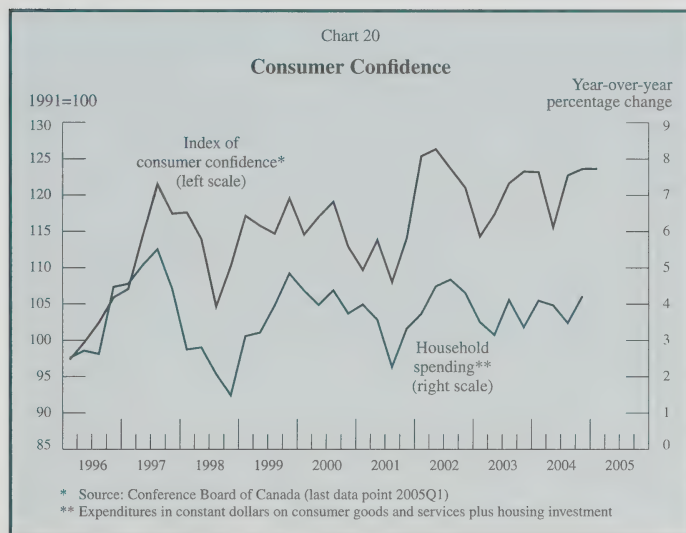
This outlook incorporates the expectations that spending by all levels of government will rise at about the same rate as revenues, as governments continue to work to maintain fiscal balance.

Further economic growth abroad, especially in the United States, should lead to increased demand for Canadian exports. However, this is expected to be more than offset by rapid growth in imports in both 2005 and 2006. The past appreciation of the Canadian dollar is expected to continue to dampen the growth of Canada's exports and to boost import growth over the projection period. As well, imports will be boosted by strong investment in machinery and equipment.

In the January Update, the high level of oil prices was expected to have a slight adverse effect on aggregate demand in Canada in 2005, before the positive impact on investment and production in the energy sector became evident in 2006. Given the markedly

*... which is projected to be partly offset by the drag on net exports arising from the past appreciation of the Canadian dollar.*

higher outlook for oil prices in this *Report*, the downside pressure on demand for Canadian exports and on household spending is likely to be somewhat larger than expected in the last *Update*. However, stronger-than-expected growth in capital spending by energy producers, based on recent investment intentions, should more than offset that negative effect by 2006.



## Measures of inflation expectations

Most indicators of inflation expectations that the Bank follows have been little changed since mid-October, and many of the key medium- and longer-term measures remain very close to 2 per cent. In the regular survey reported in the winter issue of the Conference Board of Canada's *Index of Business Confidence*, 74 per cent of respondents expected prices, in general, to rise over the next six months at a rate of 2 per cent or less, virtually unchanged from last autumn. However, even though 93 per cent of firms in the Bank's spring *Business Outlook Survey* expected CPI inflation to be within a range of 1 to 3 per cent, on average, over the next two years, 60 per cent of respondents expected inflation to be in the upper part of the range. On the other hand, the average private sector forecast for total CPI inflation in both 2005 and 2006 is just under 2 per cent. Consensus forecasts of inflation for 2007 and beyond also continue to be very close to 2 per cent.

*Most measures of inflation expectations are little changed.*

## Other factors affecting inflation

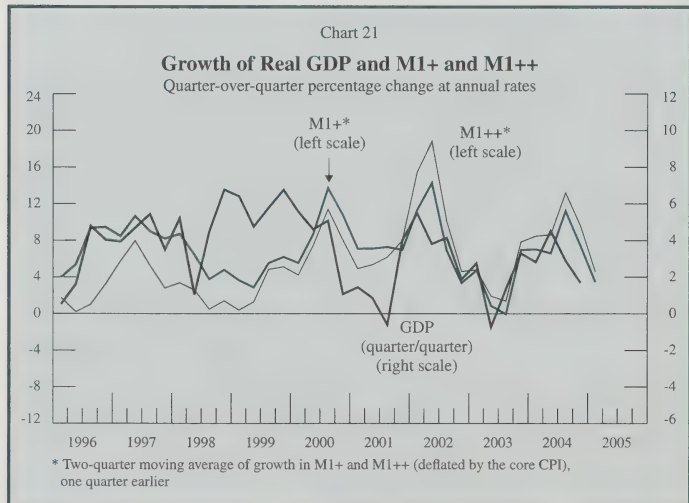
There remains a risk that the higher costs arising from the persistently high level of the global prices of energy and other raw materials could be passed through to the prices of non-energy goods and services. Indeed, there is some anecdotal evidence that part of the sharply higher costs of some metals is raising the prices of some durable goods, such as major appliances. The most recent experience, however, suggests that this pass-through effect is likely to be relatively small and spread out over time.

In contrast, the appreciation of the Canadian dollar since early 2003 is expected to be a continuing source of slight downward pressure on core inflation during the projection period. There also appear to be ongoing reductions in the world prices of some consumer goods as a result of increasing supplies from countries such as China.

Increases in average hourly earnings of permanent workers are expected to move up somewhat through 2006. Nevertheless, with labour-productivity growth anticipated to resume over this period, year-to-year gains in unit labour costs should remain at or below 2 per cent through the projection period.

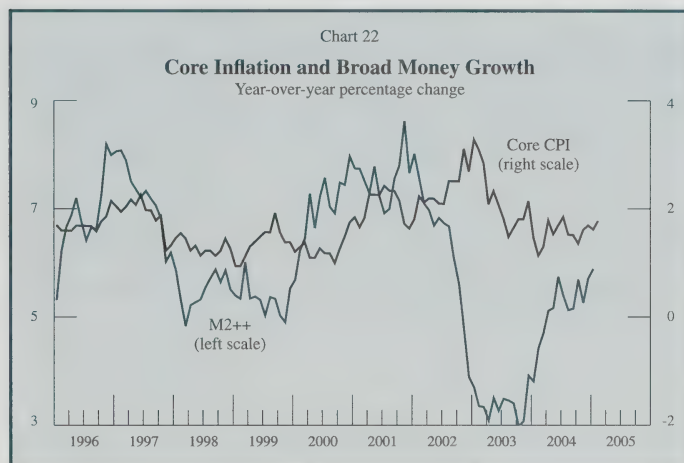
## Implications of money growth

Growth in the narrow money aggregates—M1+ and M1++—has slowed since the last *Report* (Chart 21) and is broadly consistent



with projected output growth of slightly above 2 per cent in the first quarter of 2005.

Since the October *Report*, the growth of M2++ has stabilized at just under 6 per cent on a year-over-year basis, despite the strength in the narrow money aggregates over the same period. This rate of growth for M2++ is consistent with inflation under 2 per cent (Chart 22).



## Inflation projection

The small amount of excess supply projected for the Canadian economy should keep core inflation slightly below longer-run expectations through 2005 and most of 2006. The past and recent appreciation of the Canadian dollar is also expected to exert a small amount of downward pressure on the core rate during this period.

The core rate of inflation is projected to stay near 1.7 per cent through to the end of 2005. With the economy expected to move back to its production potential in the second half of 2006 and with inflation expectations remaining well anchored, the core rate should rise gradually to 2 per cent around the end of 2006 (Table 4).

*Core inflation is expected to stay near 1.7 per cent for the rest of 2005 . . .*

*. . . before moving up to 2 per cent around the end of 2006.*

*Total CPI inflation is expected to stay above 2 per cent into 2006.*

The outlook for the 12-month rate of increase in the total CPI will continue to be crucially affected by developments in the market for crude oil. Based on the scenario embodied in oil-price futures (Chart 19), total CPI inflation is projected to stay above 2 per cent for some time, before moving down slightly below 2 per cent in the second half of 2006.

<b>Table 4</b> <b>Projection for Core and Total CPI Inflation</b> Year-over-year percentage change*						
	2005				2006	
	Q1	Q2	Q3	Q4	H1	H2
Core inflation	1.7 (1.7)	1.6 (1.6)	1.7 (1.7)	1.7 (1.7)	1.8 (1.8)	1.9 (1.9)
Total CPI	2.1 (2.4)	2.1 (2.0)	2.3 (1.5)	2.3 (1.5)	2.2 (1.7)	1.8 (1.8)
WTI (level)**	50 (47)	56 (47)	57 (45)	57 (45)	56 (43)	54 (42)

\* Figures in parentheses are from the January *Monetary Policy Report Update*.

\*\* Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 7 April 2005.



## BIBLIOGRAPHY

Bank of Canada. 1991. "Targets for reducing inflation: Announcements and background material." *Bank of Canada Review* (March): 3–21.

\_\_\_\_\_. 1991. "Targets for reducing inflation: Further operational and measurement considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3–23.

\_\_\_\_\_. 2001. "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target." Press Release (17 May 2001) and Background Information. Reprinted in *Bank of Canada Review* (Summer): 57–67.

\_\_\_\_\_. 2005. *Business Outlook Survey* (Spring).

Canada. Statistics Canada. *Labour Force Information*. Statistics Canada Catalogue No. 71-001-PPB (monthly). Ottawa.

\_\_\_\_\_. *Private and Public Investment in Canada, Intentions 2005*. Statistics Canada Catalogue No. 61-205-XIB (annual). Ottawa.

Conference Board of Canada. 2005. *Index of Business Confidence* (Winter).

\_\_\_\_\_. 2005. *Index of Consumer Attitudes* (March).

Consensus Economics Inc. 2005. *Consensus Forecasts*. Various issues.

Crawford, A. 2001. "Predictability of Average Inflation over Long Time Horizons." *Bank of Canada Review* (Autumn): 13–20.

Macklem, T. 2001. "A New Measure of Core Inflation." *Bank of Canada Review* (Autumn): 3–12.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; email: [publications@bankofcanada.ca](mailto:publications@bankofcanada.ca)  
website: <http://www.bankofcanada.ca>

## BIBLIOGRAPHIE

Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada* (mars), p. 3-21.

(1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada* (septembre), p. 3-23.

(2001). « Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la réduction de la cible de maîtrise de l'inflation », communiqué du 17 mai 2001 et documents d'information reproduits dans la *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 67-79.

(2005). *Enquête sur les perspectives des entreprises* (printemps).

Canada. Statistique Canada. *Information population active*, publication n° 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa.

\_\_\_\_\_. *Investissements privés et publics au Canada, Perspectives 2005*, publication n° 61-205-XIB au catalogue (annuel), Ottawa.

Conférence Board du Canada (2005). *Index of Business Confidence* (hiver).

\_\_\_\_\_. (2005). *Index of Consumer Attitudes* (mars).

Consensus Economics Inc. (2005). *Consensus Forecasts* (divers numéros).

Crawford, A. (2001). « La prévisibilité du taux moyen d'inflation en longue période », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 15-22.

Macklem, T. (2001). « Une nouvelle mesure de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-14.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248  
 adresse électronique : publications@banqueducanada.ca  
 site Web : <http://www.banqueducanada.ca>

Tableau 4 Projections concernant l'inflation mesurée par l'indice de référence et l'IPC global Taux de variation sur quatre trimestres*						
	2005				2006	
	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> sem.
Indice de référence	1,7 (1,7)	1,6 (1,6)	1,7 (1,7)	1,7 (1,7)	1,8 (1,8)	1,9 (1,9)
IPC global	2,1 (2,4)	2,1 (2,0)	2,3 (1,5)	2,3 (1,5)	2,2 (1,7)	1,8 (1,8)
WTI (niveau)**	50 (47)	56 (47)	57 (45)	57 (45)	56 (43)	54 (42)

\* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire parue en janvier 2005.  
\*\* Hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermédiaire (en \$ E.-U. le baril), fondée sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines se terminant le 7 avril 2005.

Le comportement des cours du pétrole brut continuera d'avoir une incidence cruciale sur l'évolution du taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global. Selon un scénario élaboré à partir des cours à terme du pétrole (Graphique 19), ce taux devrait demeurer supérieur à 2 % pendant quelque temps, puis se replier légèrement en deçà de ce niveau au second semestre de 2006.

On prévoit que le taux  
d'accroissement de l'IPC  
global restera supérieur  
à 2 % jusqu'en 2006.



Depuis la livraison d'octobre du *Rapport*, le rythme de progression sur douze mois de M2++ s'est stabilisé à tout près de 6 %, en dépit de la vigueur affichée par les agrégats monétaires au sens étroit durant la même période. La hausse de M2++ est compatible avec une inflation de moins de 2 % (Graphique 22).

## Les prévisions relatives à l'inflation

La présence anticipée d'une petite marge de capacités excédentaires au sein de l'économie canadienne devrait maintenir, jusqu'à la fin de 2005 et pendant la majeure partie de 2006, l'inflation mesurée par l'indice de référence légèrement en deçà du taux attendu à plus long terme. La Banque estime que l'appréciation récente et antérieure du dollar exercera aussi de faibles pressions à la baisse sur cette mesure de l'inflation au cours de la période.

Le taux d'accroissement de l'indice de référence devrait se maintenir aux alentours de 1,7 % jusqu'à la fin de 2005. Comme on prévoit que la production retournera à son plein potentiel au deuxième semestre de 2006, et puisque les attentes d'inflation restent fermement ancrées, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait graduellement se hisser à 2 % vers la fin de 2006 (Tableau 4).

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se maintenir aux alentours de 1,7 % jusqu'à la fin de 2005... puis se hisser à 2 % vers la fin de 2006.

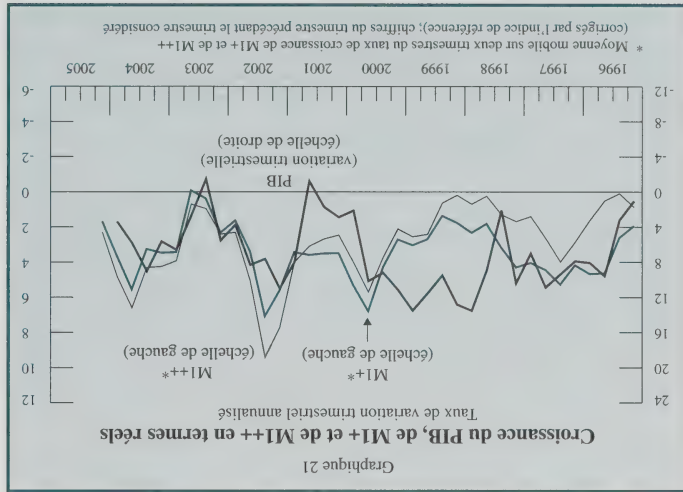
appareils électroménagers. Si l'on en croit l'expérience la plus récente, toutefois, ces retombées seront probablement assez limitées et elles s'étaleront dans le temps.

En revanche, l'appréciation du dollar canadien depuis le début de 2003 devrait continuer de tirer légèrement à la baisse l'inflation mesurée par l'indice de référence pendant la période considérée. En outre, les prix mondiaux de certains biens de consommation semblent faire l'objet de réductions constantes en raison d'une augmentation de l'offre en provenance de pays comme la Chine.

La majorité des gains horaires moyens des employés permanents devrait s'accroître quelque peu jusqu'à la fin de 2006. Cependant, avec la reprise attendue de la croissance de la productivité du travail au cours de la période, le taux d'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre, en glissement annuel, devrait se maintenir aux alentours ou au-dessous de 2 % durant l'horizon projeté.

## L'incidence de l'expansion monétaire

Le rythme d'expansion des agrégats monétaires au sens étroit, M1+ et M1++, a ralenti depuis la parution du *Rapport d'octobre* (Graphique 21) et cadre en gros avec le taux de croissance de la production d'un peu plus de 2 % auquel on s'attend pour le premier trimestre de 2005.





La vigueur des investissements en machines et matériel favorisera également la poussée des importations.

Dans la *Mise à jour* de janvier, la Banque estimait que le niveau élevé des cours du pétrole aurait de faibles répercussions négatives sur la demande globale au Canada en 2005, avant que son effet incitatif sur l'investissement et la production dans le secteur de l'énergie ne se manifeste en 2006. Comme les hypothèses relatives à ces cours retenues pour la présente livraison du *Rapport* ont été sensiblement relevées, les pressions à la baisse s'exerçant sur la demande d'exportations canadiennes et sur les dépenses des ménages seront vraisemblablement un peu plus fortes qu'on ne le croyait au moment de la *Mise à jour*. Cependant, la hausse plus prononcée que prévu des dépenses d'investissement des producteurs d'énergie, que laissent entrevoir les récentes intentions d'investissements, devrait plus que compenser cet effet négatif d'ici 2006.

## Les mesures des attentes relatives à l'inflation

La plupart des mesures des attentes relatives à l'inflation que la Banque surveille n'ont pas beaucoup changé depuis la mi-octobre, et un grand nombre des principaux indicateurs du taux anticipé à moyen et à long terme demeurent très proches de 2 %. Les résultats de l'enquête périodique du Conference Board du Canada sur la confiance des entreprises publiés à l'hiver révèlent que 74 % des répondants s'attendaient à ce que le niveau général des prix s'accroisse au cours des six mois suivants à un rythme de 2 % ou moins. Ce pourcentage est pour ainsi dire identique à celui obtenu à l'automne. Selon la livraison printanière du bulletin *Enquête sur les perspectives des entreprises*, 93 % des firmes sondées par la Banque estiment que l'inflation mesurée par l'IPC global restera à l'intérieur de la fourchette de 1 à 3 %, en moyenne, durant les deux prochaines années; toutefois, 60 % des répondants croient que l'inflation se situera dans la moitié supérieure de la fourchette. Au contraire, le taux d'augmentation de l'IPC global projeté par les prévisionnistes du secteur privé pour 2005 et 2006 s'établit juste au-dessous de 2 %. Leurs pronostics pour 2007 et au-delà continuent aussi de friser les 2 %.

## Les autres facteurs qui influent sur l'inflation

Il subsiste encore un risque que l'augmentation des coûts attribuable au maintien des cours mondiaux de l'énergie et d'autres matières premières à de hauts niveaux ne se répercute sur les prix des produits et services non énergétiques. De fait, selon certaines observations, le renchérissement marqué de certains métaux contribue à hausser le prix de divers biens durables, comme les gros

*La plupart des mesures des attentes relatives à l'inflation ont peu changé.*



mondiale et du niveau élevé des cours de l'énergie et des produits de base non énergétiques qui en résulte, de conditions financières très favorables, de profits substantiels, ainsi que de nouvelles réductions des prix des machines et du matériel importés. On prévoit que les gains continus au chapitre des revenus réels, les effets de la détente monétaire en place et le niveau de confiance élevé des consommateurs (Graphique 20) contribueront à maintenir la solide hausse des dépenses de consommation. Toutefois, après leur progression rapide des dernières années, les investissements dans le secteur du logement devraient rester globalement inchangés au cours de la période considérée. On pense que les dépenses de rénovation feront un bond et que celui-ci compensera l'incidence du repli attendu des mises en chantier de nouveaux logements et de l'activité sur le marché de la vente de maisons.

Dans son scénario, la Banque prévoit également que les dépenses de tous les ordres de gouvernement s'accroîtront à peu près au même rythme que les recettes, les administrations publiques s'efforçant toujours de maintenir l'équilibre budgétaire.

La poursuite de l'expansion à l'étranger, en particulier aux États-Unis, devrait se traduire par une hausse de la demande de produits canadiens d'exportation, mais celle-ci devrait être plus que contrebalancée par un essor des importations tant en 2005 qu'en 2006. On s'attend à ce que l'appréciation passée du dollar canadien continue à limiter la croissance des exportations canadiennes et à stimuler les importations pendant la période considérée.

... qui devrait être contre-balancée en partie par l'incidence négative de l'appréciation passée du dollar canadien sur le volume net des exportations.

projection de la Banque relative à l'évolution de la production potentielle. Cependant, compte tenu des augmentations récentes et projetées des investissements des entreprises, ainsi que de l'avance rapide et soutenue de la productivité du travail aux États-Unis, il est raisonnable de supposer que la croissance de la productivité redémarrera. En outre, il se peut que l'accroissement tendanciel du facteur travail fasse l'objet de risques à la hausse, du moins à court terme. Par conséquent, à ce stade-ci, la Banque continue d'estimer, en tablant sur une progression tendancielle de 1 1/4 % pour le facteur travail et de 1 3/4 % pour la productivité du travail, que le rythme d'expansion de la capacité de production s'établira à 3 %.

On s'attend à ce que l'expansion de l'économie canadienne cette année et l'an prochain (Tableau 3) soit surtout alimentée par la vigueur persistante de la demande intérieure finale. Cette opinion est essentiellement la même qu'en janvier, lors de la parution de la *Mise à jour*. Comme il a déjà été mentionné, la détente monétaire en place au sein de l'économie reste considérable, ce qui stimule la demande. Dans son scénario, la Banque continue de tenir compte d'une réduction du degré de détente monétaire au cours de la période de projection.

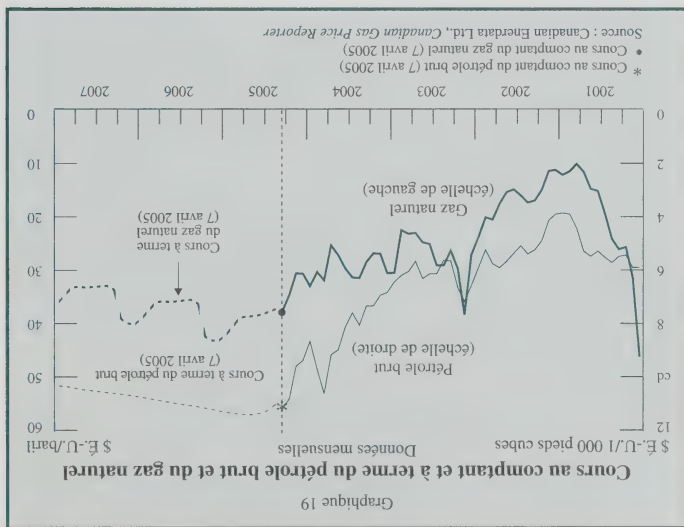
On s'attend à ce que l'expansion de l'économie canadienne soit surtout alimentée par la croissance de la demande intérieure finale...

Tableau 3 Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel en points de pourcentage*			
	2004	2005	2006
Consommation	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)	1,9 (1,9)
Logement	0,5 (0,4)	0,1 (0,0)	-0,1 (0,0)
Administrations publiques	0,6 (0,6)	0,7 (0,8)	0,9 (0,8)
Investissements fixes des entreprises	0,7 (0,5)	1,0 (0,8)	0,8 (0,9)
Total partiel : demande intérieure finale	3,7 (3,4)	3,8 (3,6)	3,5 (3,6)
Exportations	1,9 (1,9)	0,9 (1,7)	2,2 (1,8)
Importations	-2,7 (-2,4)	-2,0 (-2,5)	-2,4 (-2,1)
Total partiel : exportations nettes	-0,8 (-0,5)	-1,1 (-0,8)	-0,2 (-0,3)
Stocks	-0,1 (-0,2)	-0,1 (0,0)	0,0 (0,0)
PIB	2,8 (2,7)	2,6 (2,8)	3,3 (3,3)

\* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la *Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire* parue en janvier 2005.

Les dépenses d'investissement des entreprises devraient augmenter de façon encore plus marquée que l'an dernier, sous l'impulsion de l'expansion de l'activité économique à l'échelle

## La demande et l'offre globales au Canada



Le taux de croissance du PIB au Canada devrait avoisiner 2 1/2 % en 2005 et 3 1/4 % en 2006...

... et l'économie devrait tourner de nouveau à plein régime au second semestre de 2006.

Compte tenu de l'incidence de l'appréciation passée et récente du dollar canadien, l'expansion devrait se chiffrer, en moyenne en 2006 pour atteindre environ 3 1/4 %. La Banque a abaissé légèrement sa projection relative à la croissance en 2005 par rapport à celle qu'elle énonçait dans la *Mise à jour* de janvier pour tenir compte du rythme de progression de l'activité plus faible qu'escompté au quatrième trimestre de l'an dernier. Toutefois, la projection concernant le profil de croissance trimestrielle pendant l'année est la même qu'en janvier. Si la prévision de la Banque pour 2005 est identique aux derniers pronostics de Consensus Economics, celle pour 2006 est un peu plus élevée.

La Banque suppose que le taux de croissance du PIB réel sera de 2 1/2 % en rythme annuel au premier semestre de 2005, qu'il se remontera ensuite à quelque 3 % au second semestre, puis qu'il se situera à environ 3 1/2 % sur les quatre trimestres de 2006. Le taux moindre que prévu tient au premier semestre de 2005 en grande partie à l'incidence que devrait avoir le ralentissement anticipé du rythme d'accumulation des stocks. Selon le scénario de la Banque, on observerait une modeste hausse de l'offre excédentaire au premier semestre de 2005, puis un retour de l'économie à sa pleine capacité au second semestre de 2006.

Si elle devait se poursuivre au bas rythme des deux dernières années, la progression de la productivité du travail pourrait fausser la

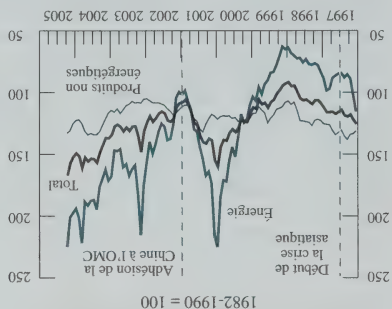
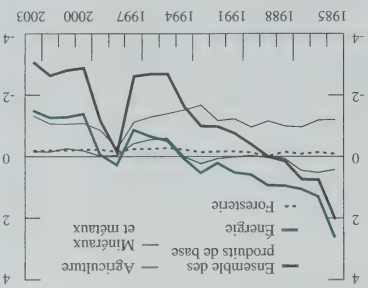
## Note technique 2

**L'émergence des économies émergentes d'Asie : conséquences pour le Canada**

Depuis 25 ans, les économies émergentes d'Asie représentent un moteur de plus en plus important du commerce international, la Chine étant devenue un acteur incontournable dans la région ces dernières années<sup>1</sup>. En 2003, ces économies étaient à l'origine de 16 % des échanges internationaux, contre seulement 6 % en 1980. Même si les échanges directs que le Canada réalise avec les pays de cette région sont limités, les activités commerciales de ces derniers exercent une influence considérable sur l'économie canadienne par le truchement des marchés mondiaux. La demande croissante de ces pays pour les produits de base et ses effets sur leurs cours mondiaux revêtent à ce titre une importance toute particulière.

Après l'effondrement temporaire de la demande asiatique de produits de base lié à la crise de 1997-1998, la reprise subséquente de l'économie régionale et la montée en puissance de la Chine ont entraîné une relance de la demande et un vif relèvement des cours. Selon l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada, exprimé par rapport aux monnaies du G7, les prix des matières premières ont progressé de plus de 70 % depuis la mi-novembre 2001. Cette hausse a largement contribué à l'appréciation de 25 % du dollar canadien enregistrée ces deux dernières années.

La vitalité de la demande chinoise de produits de base témoigne d'un investissement intérieur très solide et du rôle croissant que joue la Chine à titre de plateforme industrielle pour les firmes asiatiques. Bien que ce pays soit lui-même un gros producteur de nombreuses matières premières, sa croissance économique rapide a provoqué un dépassement de l'offre par la demande intérieure, si bien que la Chine est devenue l'un des grands acheteurs sur les marchés internationaux des produits de base. Les entreprises canadiennes de ressources naturelles sont en bonne posture pour profiter de ces conditions de marché favorables. La robustesse de la demande mondiale a permis d'améliorer sensiblement leur rentabilité malgré l'appréciation du dollar canadien. En conséquence, les producteurs de matières premières ont augmenté leurs dépenses d'investissement, ce qui laisse supposer que les entreprises canadiennes prévoient accroître leur production. Par ailleurs, les entreprises autres que celles du secteur des ressources naturelles s'intéressent de plus en plus à l'importation nouveau marché que représente la Chine.

**Indice des prix des produits de base (exprimé par rapport aux monnaies du G7)****Balance commerciale des économies émergentes d'Asie au titre des produits de base, en pourcentage du PIB**

1. Les économies émergentes d'Asie sont la Chine, la Corée, Hong Kong, l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines, Singapour et la Thaïlande.



l'an prochain, à la faveur de l'amenuisement de l'effet négatif de l'appréciation passée de l'euro et de la hausse des cours mondiaux du pétrole. Bien que les perspectives à court terme de l'économie mondiale soient favorables dans l'ensemble, un certain nombre de risques et d'incertitudes subsistent, dont la trajectoire future des cours pétroliers, la cadence de l'expansion en Chine et la situation géopolitique. Un risque majeur est lié à la résorption des déséquilibres des balances courantes, et concerne notamment la possibilité grandissante que le processus de correction ne devienne désordonné si ces déséquilibres devaient persister. De fait, malgré la dépréciation importante du taux de change effectif réel du dollar américain, entamée au début de 2002<sup>9</sup>, les déséquilibres des balances extérieures se sont encore creusés et vont sans doute en s'accroissant à court terme. Une correction ordonnée de ces déséquilibres ne se fera pas sans une augmentation de l'épargne aux États-Unis, un raffermissement de la demande ailleurs dans le monde, en particulier au Japon et en Europe, et un nouveau repli du taux de change effectif du billet vert. Une flexibilité accrue des cours des monnaies asiatiques faciliterait l'ajustement.

L'expansion projetée de l'économie mondiale devrait contribuer à maintenir les prix en dollars E.-U. des produits de base non énergétiques à des niveaux relativement hauts pour le reste de 2005 et en 2006, même si un fléchissement est possible dans l'éventualité d'une augmentation des sources d'approvisionnement (Note technique 2). Cependant, toute nouvelle dépréciation de la devise américaine en termes réels pourrait faire pression à la hausse sur les cours en dollars E.-U. de ces produits. En ce qui concerne le prix du pétrole brut, la Banque suppose dans son scénario de référence – établi à partir des cours à terme récents (Graphique 19) – qu'il devrait avoisiner 57 dollars E.-U. le baril jusqu'à la fin de 2005, puis descendre quelque peu pour s'établir à 54 dollars E.-U. d'ici le second semestre de 2006. Les prix du gaz naturel devraient demeurer assez élevés en 2006. Les prix du pétrole brut retenus dans le scénario de la Banque sont nettement supérieurs à ceux envisagés pour la *Mise à jour* de janvier.

*Les hypothèses relatives au cours du pétrole ont été nettement révisées à la hausse.*

9. Selon les données de l'indice global du taux de change effectif réel publiées par la Réserve fédérale des États-Unis, le dollar américain a perdu 15 % de sa valeur entre février 2002 et mars 2005.

marquée de la devise américaine en termes effectifs réels, les exportations nettes ont continué à brider la croissance. Les données dont nous disposons jusqu'ici indiquent que l'expansion se serait maintenue à près de 4 % au premier trimestre de 2005.

L'économie américaine devrait tourner en 2005 et 2006 à des taux qui, bien qu'étant inférieurs à ceux de 2004, dépasseront quelque peu son potentiel de croissance. Résultat, l'offre excédentaire (estimée à la fin de 2004 à un peu moins de 1 % du PIB) se résorbera en grande partie au cours des deux prochaines années. On s'attend à ce que la progression des investissements des entreprises reste robuste compte tenu du niveau anormalement bas du stock de capital à ce moment-ci du cycle. De plus, la dépréciation passée du billet vert devrait favoriser une forte reprise des exportations. Parallèlement, la dépense des ménages ralentira vraisemblablement, en raison notamment de l'effet modérateur qu'auront la hausse des cours pétroliers et les majorations passées et attendues des taux d'intérêt.

Dans le même temps, la contribution de l'Asie (hors Japon) à l'expansion de l'activité à l'échelle mondiale a été un peu plus prononcée que prévu. La croissance de l'économie chinoise, en particulier, est demeurée étonnamment vigoureuse en dépit des mesures administratives de restriction de la demande mises en œuvre dans ce pays et du relèvement des taux d'intérêt intérieurs. Selon les perspectives qui se dessinent actuellement, le ralentissement de l'activité serait plus graduel qu'on ne le supposait au moment de la rédaction du *Rapport* d'octobre.

À l'inverse, la croissance au Japon s'est avérée plus faible que prévu<sup>8</sup>. Après un bond notable au premier trimestre de 2004, le PIB réel du pays a plutôt stagné tout le reste de l'année, en grande partie à cause de la correction des stocks dans les secteurs associés aux technologies de l'information, du renchérissement de l'or noir et des répercussions des typhons. Une reprise progressive est prévue au fil des trimestres de 2005, à mesure que s'estompera l'influence des facteurs défavorables qui ont freiné la demande globale durant la dernière partie de 2004. Quoiqu'il en soit, il est probable que le taux de croissance annuel moyen de l'économie nipponne sera beaucoup moins élevé en 2005 qu'en 2004, vu le bas niveau de départ.

Dans la zone euro, le rythme de l'activité économique réelle a été aussi plus modéré qu'escompté au dernier trimestre de 2004, et les perspectives ont été légèrement révisées à la baisse. La croissance devrait cependant s'accélérer graduellement cette année et

8. Cela tient en partie aux révisions apportées aux comptes nationaux, qui se traduisent par un net fléchissement des données sur la croissance.

*La croissance en Chine reste vigoureuse...  
L'expansion de l'activité à l'échelle mondiale a été un peu plus prononcée que prévu.  
La croissance de l'économie chinoise, en particulier, est demeurée étonnamment vigoureuse en dépit des mesures administratives de restriction de la demande mises en œuvre dans ce pays et du relèvement des taux d'intérêt intérieurs.  
Selon les perspectives qui se dessinent actuellement, le ralentissement de l'activité serait plus graduel qu'on ne le supposait au moment de la rédaction du Rapport d'octobre.  
À l'inverse, la croissance au Japon s'est avérée plus faible que prévu.  
Après un bond notable au premier trimestre de 2004, le PIB réel du pays a plutôt stagné tout le reste de l'année, en grande partie à cause de la correction des stocks dans les secteurs associés aux technologies de l'information, du renchérissement de l'or noir et des répercussions des typhons.  
Une reprise progressive est prévue au fil des trimestres de 2005, à mesure que s'estompera l'influence des facteurs défavorables qui ont freiné la demande globale durant la dernière partie de 2004.  
Quoiqu'il en soit, il est probable que le taux de croissance annuel moyen de l'économie nipponne sera beaucoup moins élevé en 2005 qu'en 2004, vu le bas niveau de départ.  
Dans la zone euro, le rythme de l'activité économique réelle a été aussi plus modéré qu'escompté au dernier trimestre de 2004, et les perspectives ont été légèrement révisées à la baisse.  
La croissance devrait cependant s'accélérer graduellement cette année et*

*Les déséquilibres mondiaux demeurent un risque majeur.*

## 4. LES PERSPECTIVES

### La conjoncture internationale

Dans l'ensemble, la tenue affichée par l'économie mondiale a été sensiblement conforme aux attentes exposées dans le *Rapport* d'octobre, et l'activité devrait continuer de progresser à un rythme relativement soutenu, de 4 % environ en 2005 et en 2006, malgré le renchérissement de l'or noir. Bien que les perspectives d'ensemble pour les deux prochaines années aient peu varié depuis octobre, la croissance est plus inégale, entre les grandes économies, qu'on ne l'avait anticipé antérieurement, les révisions à la hausse des taux d'expansion – déjà élevés – prévus pour les pays d'Asie autres que le Japon contrebalançant les ajustements à la baisse apportés aux rythmes projetés pour le Japon et l'Union européenne (Tableau 2).

Tableau 2 Projections relatives à la croissance mondiale				
Part du PIB mondial réel <sup>a</sup> (en pourcentage)	2004	Croissance projetée <sup>b</sup> (en pourcentage)		
		2005	2006	
États-Unis	21	4,4 (4,6)	3,7 (3,7)	3,7 (4,1)
Union européenne	20	1,9 (2,1)	1,7 (1,9)	2,3 (2,6)
Japon	7	2,6 (4,1)	0,8 (1,5)	1,8 (2,1)
Chine et ENI d'Asie <sup>c</sup>	16	8,9 (8,2)	7,6 (7,1)	7,2 (6,5)
Autres	36	5,7 (4,6)	4,4 (4,1)	4,2 (4,8)
Ensemble du monde	100	5,0 (4,7)	4,0 (3,9)	4,0 (4,3)

- a. La part de chaque pays pour 2003 est calculée d'après les PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat. Source : FMI, base de données des Perspectives de l'économie mondiale, septembre 2004.
- b. Les chiffres entre parenthèses reflètent les projections parues dans la livraison d'octobre 2004 du *Rapport sur la politique monétaire*.
- c. Les ENI, ou économies nouvellement industrialisées, comprennent la région administrative spéciale de Hong Kong, la Corée, la Province chinoise de Taïwan et Singapour.
- Source : Banque du Canada

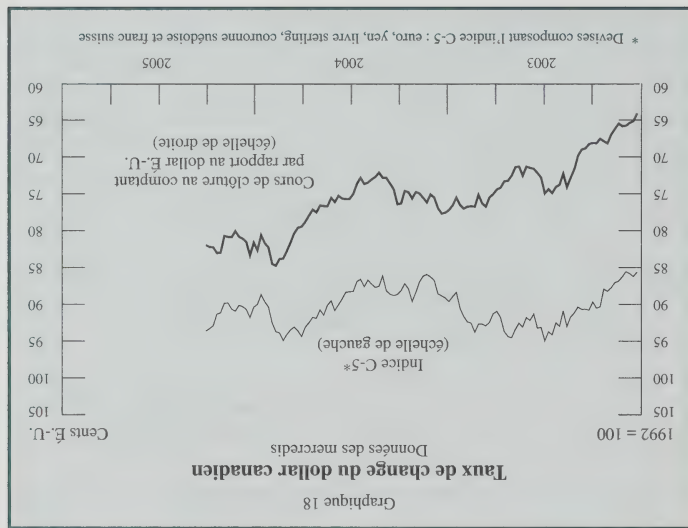
L'évolution récente aux États-Unis donne à penser que la croissance de l'activité dans ce pays demeure fondamentalement vigoureuse. La hausse du PIB réel s'est chiffrée à 4 % en quatrième année au troisième trimestre de 2004, et à 3,8 % au quatrième. Les dépenses de consommation et les investissements des entreprises affichaient tous deux une tenue remarquable au second semestre de l'année. Durant cette même période, malgré la dépréciation

Les perspectives  
mondiales ont peu  
changé depuis octobre...

... le dynamisme de  
l'économie américaine  
demeurant soutenu.

Après s'être fortement appréciées entre le moment de la parution du *Rapport* d'octobre et le début de décembre, les grandes monnaies se sont affaiblies vis-à-vis du dollar américain, et le dollar canadien s'est négocié à l'intérieur d'une fourchette de 80 à 83 cents E.-U.

Cette évolution s'est produite dans un contexte marqué par la montée des taux d'intérêt aux États-Unis, l'atonie relative des économies japonaise et européenne, le renchérissement de l'énergie et le niveau généralement élevé des prix des autres produits de base.



En somme, selon un large éventail d'indicateurs financiers, tant l'économie mondiale que celle du Canada disposent de liquidités considérables.

## Les courbes de rendement et le taux de change

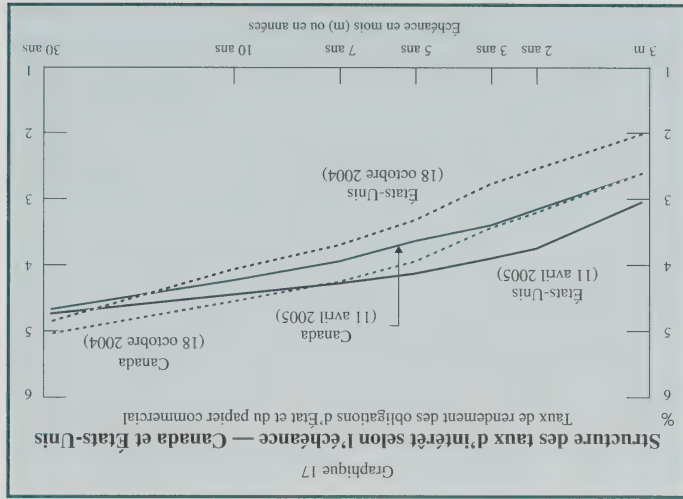
Depuis la parution du *Rapport d'octobre*, la courbe des rendements aux États-Unis s'est déplacée vers le haut (Graphique 17). Elle a aussi continué de s'aplatir, principalement sous l'effet d'augmentations plus marquées des taux d'intérêt à court terme. Les contrats à terme boursiers indiquent que les marchés s'attendent à de nouveaux relèvements du taux des fonds fédéraux d'ici à la fin de l'année, leurs cours laissant présager que le taux directeur avoisinera 4 % d'ici la fin de décembre 2005.

Les prix des actifs au Canada montrent que l'on prévoit des hausses de taux d'intérêt plus graduelles ici qu'aux États-Unis. Cette divergence quant aux trajectoires anticipées des taux directeurs entre les deux pays a contribué à réduire fortement les écarts de taux d'intérêt pour l'ensemble des échéances. À l'heure actuelle, les rendements des obligations canadiennes à deux ans sont d'environ 60 points de base inférieurs à ceux des obligations du Trésor américain, et les écarts de rendement sur les obligations à long terme sont devenus négatifs pour la première fois en plus de quatre ans.

Dans l'ensemble, tant l'économie mondiale que celle du Canada disposent de liquidités considérables.

Les marchés s'attendent à de nouveaux relèvements du taux des fonds fédéraux d'ici à la fin de l'année...

... et à des hausses plus graduelles du taux directeur canadien.



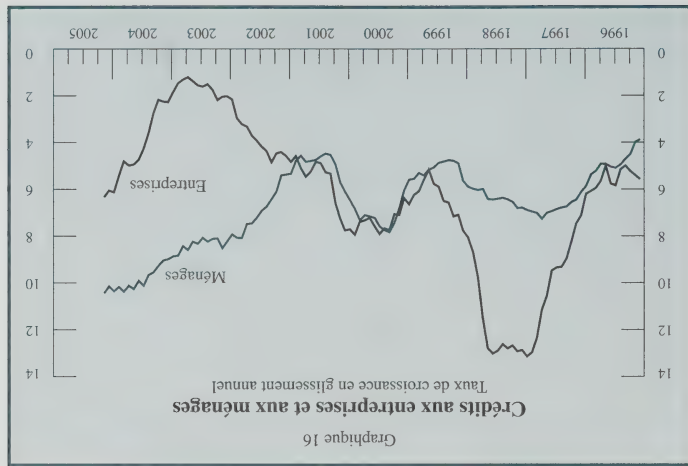


La tenue de la plupart des marchés boursiers s'est améliorée depuis la publication du dernier *Rapport*, l'indice composite TSX affichant un gain d'environ 10 %. Au Canada, cette embellie tient en grande partie aux bons résultats du secteur de l'énergie.

Les émissions brutes et nettes des sociétés ont enregistré une solide progression au pays. Les décaissements de paiement se sont établis à des creux cycliques, et la proportion des cotés de crédit revues à la hausse par rapport au total des révisions apportées a continué d'augmenter. À l'heure actuelle, le taux de croissance du crédit aux entreprises se situe près de sa moyenne sur dix ans (Graphique 16). La relance du crédit à court terme aux entreprises s'est poursuivie, à la faveur du relâchement des conditions de financement. Quant au crédit à long terme aux entreprises (y compris les fiducies de revenu), son expansion est également demeurée vigoureuse depuis la livraison d'octobre du *Rapport*, soutenue par la stabilité des émissions nettes d'obligations et d'actions. D'après les informations disponibles, le gros de la hausse du crédit aux entreprises a servi au financement des opérations courantes et au refinancement des emprunts plutôt qu'à de nouveaux investissements.

Le crédit aux ménages a continué sa poussée rapide.

Le crédit aux ménages a continué sa poussée rapide depuis la parution du dernier *Rapport*, stimulé à la fois par le crédit à la consommation et le crédit hypothécaire à l'habitation (Graphique 16). Par ailleurs, grâce notamment aux bas taux d'intérêt et au dynamisme du marché du travail, les bilans des ménages sont demeurés sains. Le rythme élevé d'accroissement du crédit aux ménages témoigne vraisemblablement de la vigueur de la consommation durant la première partie de l'année.

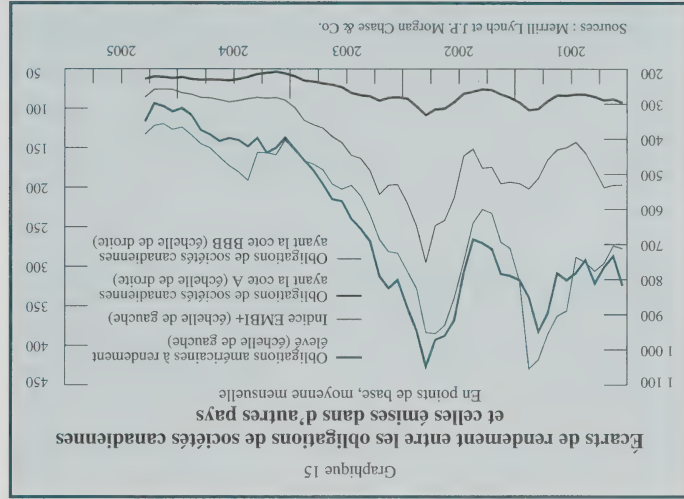


### 3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

Les conditions financières dans le monde et au Canada sont restées très favorables depuis la parution du *Rapport* d'octobre. Les rendements des obligations de sociétés et les écarts de taux sur celles-ci avoisinent des creux historiques. Un redressement a été observé au cours des derniers mois sur les marchés boursiers, où la volatilité est demeurée faible. Sous l'effet de l'assainissement constant des bilans des banques canadiennes, de la vive concurrence que se livrent les établissements de crédit et de la demande de financement modeste, les modalités des prêts bancaires ont continué de s'assouplir au pays. L'accélération de la croissance du crédit aux entreprises se poursuit, en raison surtout de la vigueur de l'offre. Parallèlement, la robuste expansion du crédit aux ménages est soutenue aussi bien par l'offre que par la demande.

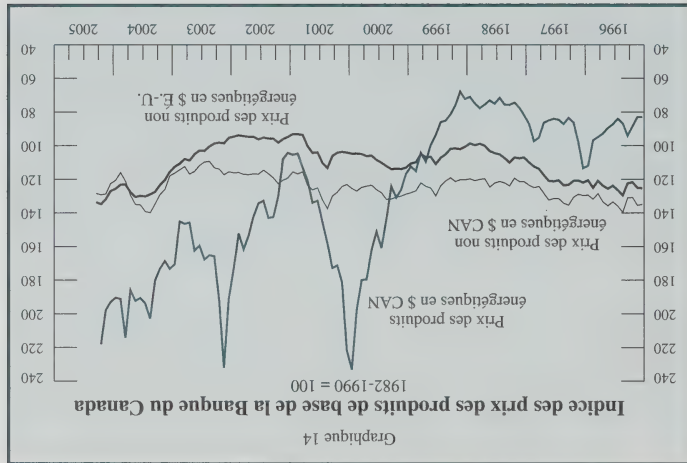
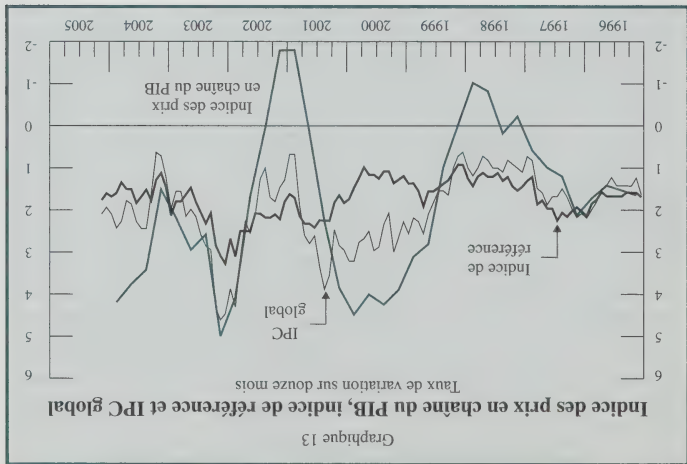
#### Les conditions du crédit

Au Canada, comme sur la scène internationale, les conditions du crédit aux entreprises sont assez avantageuses. Sur les marchés financiers, la demande de produits offrant des rendements supérieurs mais comportant un risque un peu plus élevé reste forte. Elle est alimentée par les bénéfices relativement importants des sociétés et les faibles rendements des titres du gouvernement. Cette situation a contribué au fait que les cours des obligations sont élevés, et les écarts de rendement, plutôt faibles (Graphique 15).



Les conditions financières dans le monde sont restées très favorables...

... ce qui se reflète sur les conditions du crédit aux entreprises au Canada.



2002<sup>5</sup>. Ce tassement a touché tous les secteurs et il tranche nettement avec ce qui se produit aux États-Unis<sup>6</sup>. L'hypothèse utilisée par la Banque au sujet du rythme de progression de la productivité dans son scénario de référence est présentée à la section 4 du présent Rapport.

Grâce à l'envolée des prix mondiaux des exportations canadiennes de produits énergétiques et de nombreuses matières industrielles, les termes de l'échange du Canada se sont améliorés considérablement en 2004<sup>7</sup>. Par conséquent, l'indice des prix en chaîne du PIB (une mesure globale du prix des biens et des services produits au Canada) a augmenté de 4,2 % entre les quatrième trimestres de 2003 et de 2004 (Graphique 13). En comparaison, les prix des biens et services achetés par les Canadiens se sont accrus de 2 % au cours de la même période. L'amélioration des termes de l'échange a ainsi donné lieu à une hausse notable du revenu réel, qui s'est reflétée dans la montée des profits des entreprises et des recettes fiscales de l'État.

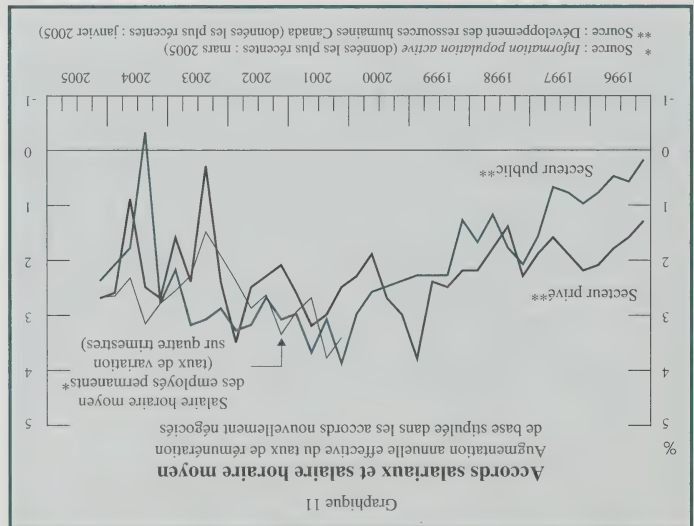
Le cours du pétrole brut s'est encore élevé depuis la fin de 2004, les prévisions concernant la demande mondiale de pétrole ayant été révisées à la hausse et les projections relatives à l'offre en provenance des pays hors OPEP ayant été revues à la baisse. Les prix des produits de base non énergétiques se sont également accrus depuis la fin de 2004 (Graphique 14). Le renforcement de la demande a contribué à un renchérissement du bois d'œuvre et de la pâte à papier. Parallèlement, la vigueur persistante de la demande mondiale et un certain nombre de réductions envisagées de la production ont donné lieu à une nouvelle augmentation des prix des métaux.

5. Il ne faut pas perdre de vue que les estimations relatives à la croissance de la productivité pour 2003 et 2004 publiées par Statistique Canada sont préliminaires et susceptibles d'être révisées à mesure que des données de référence plus fiables deviendront disponibles.

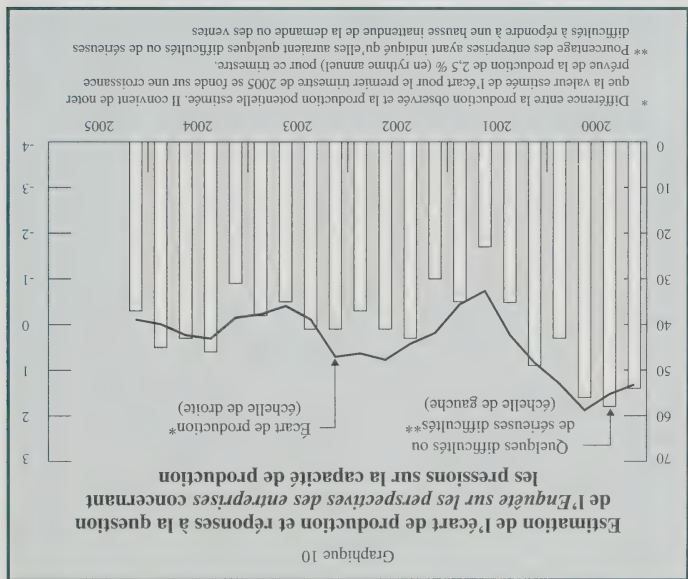
6. Il serait étonnant que des coûts d'ajustement comme ceux décrits dans la Note technique 1 aient contribué de façon notable au ralentissement signalé.

7. Durant les trois dernières années, les termes de l'échange du Canada ont grimpé d'un peu plus de 16 %.

*La croissance du revenu  
a été stimulée par  
l'amélioration des  
termes de l'échange.*







## La maîtrise des coûts et les prix des extrants

Le taux d'augmentation sous-jacent des salaires, calculé à l'aide d'indicateurs tels que le salaire horaire moyen des employés permanents, semble s'être maintenu dans une fourchette allant de 2 1/4 à 3 1/4 % depuis le milieu de 2004 (Graphique 11). Le rythme d'accroissement en glissement annuel d'une autre mesure des salaires, soit le revenu horaire du travail dans le secteur des entreprises, était quelque peu inférieur, s'établissant à 2 % à la fin de l'année.

Il reste que la situation varie considérablement d'une région à l'autre du pays. Dans l'Ouest, par exemple, où les pénuries de main-d'œuvre sont plus fréquentes, les hausses salariales ont généralement été supérieures à celles accordées ailleurs au pays.

La productivité n'ayant enregistré que de modestes gains au cours de la dernière année, les coûts unitaires de main-d'œuvre dans le secteur des entreprises ont augmenté d'un peu moins de 2 % au quatrième trimestre de 2004 comparativement aux niveaux où ils se situaient un an plus tôt (Graphique 12). De fait, la croissance de la productivité était étonnamment faible en 2003 et en 2004, accusant ainsi un ralentissement marqué par rapport à la moyenne enregistrée à ce chapitre entre 1998 et

Au quatrième trimestre, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté d'un peu moins de 2 % par rapport à ce qu'ils étaient un an plus tôt.

usuelles. Par exemple, l'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles au quatrième trimestre de 2004 est demeurée considérablement plus élevée que la moyenne calculée pour la période de 2000 à 2003, la croissance de ces capacités s'étant avérée relativement lente au cours des dernières années en raison de la faiblesse des dépenses d'investissement et de la mise au rancart de certaines capacités non rentables par suite de modifications des prix relatifs.

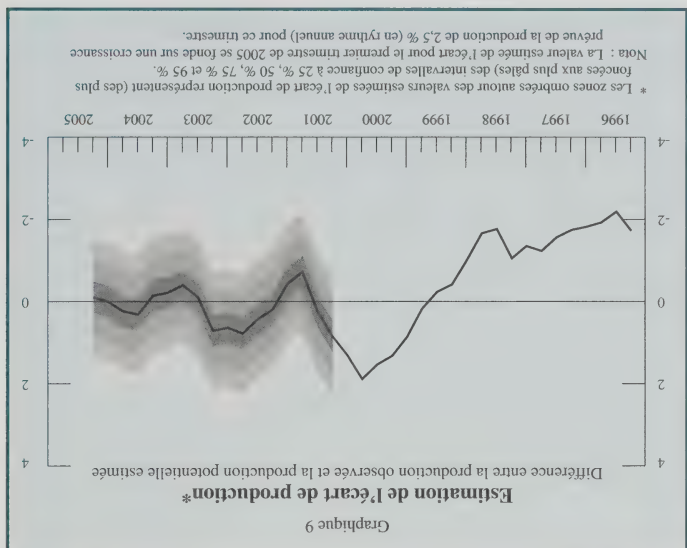
Il importe toutefois de souligner que, selon plusieurs autres indicateurs, la marge de capacités excédentaires serait plus importante que ne le laisse croire la mesure habituelle. Dans l'ensemble, en effet, l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est maintenue au-dessous de 2 %, le point médian de la fourchette cible, depuis le milieu de 2003. De même, les augmentations salariales sont restées très modérées et la proportion des entreprises ayant signalé des pénuries de main-d'œuvre ou des difficultés à satisfaire un accroissement imprévu de la demande a été inférieure à la moyenne d'après les résultats de l'*Enquête sur les perspectives des entreprises* parue au printemps.

En raison du processus d'ajustement continu aux changements survenus sur la scène mondiale, le volume des capacités inutilisées varie d'un secteur et d'une région à l'autre. Mais la politique monétaire doit tenir compte de l'économie dans son ensemble. L'examen que fait la Banque de tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur l'appareil de production, y compris les résultats de l'*Enquête sur les perspectives des entreprises*, l'amène à conclure que l'offre au sein de l'économie canadienne affiche un excédent légèrement supérieur à ce que laisse entrevoir sa mesure habituelle (Graphique 10). Ce point de vue sur la taille de l'écart de production actuel est similaire à celui que la Banque formulait dans la *Mise à jour* de janvier.

*La Banque estime que l'écart de production est légèrement supérieur à ce que laisse entrevoir sa mesure habituelle.*

## Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

À la fin de 2004, le niveau de l'activité économique était conforme dans l'ensemble à celui auquel la Banque s'attendait dans la *Mise à jour* de janvier. Bien que la croissance de la production au quatrième trimestre de 2004 ait été un peu moins vive que prévu, ce résultat a été en grande partie compensé par les révisions à la hausse des chiffres de Statistique Canada sur le rythme de l'expansion plus tôt dans l'année. Parallèlement, l'estimation de la production potentielle selon la mesure économétrique dont la Banque se sert habituellement a été revue légèrement à la baisse pour l'année 2004 par rapport à celle qu'elle avait utilisée pour la *Mise à jour* de janvier<sup>4</sup>. En conséquence, selon l'écart de production dérivé de cette mesure, l'économie tournait à peu près à plein régime au quatrième trimestre de 2004, et non quelque peu en deçà de ses capacités effectives, comme on l'estimait en janvier (Graphique 9).



4. On estime maintenant que le taux annuel d'augmentation de la production potentielle était de 2,7 % en 2004, alors qu'on l'évaluait à 2,9 % à l'époque de la *Mise à jour*.

D'autres indicateurs font état de pressions plus grandes sur l'appareil de production que ne le laissent supposer les mesures

## Note technique 1

**L'ajustement économique et la croissance de la productivité**

L'économie canadienne s'ajuste aux changements importants en cours sur la scène mondiale, notamment le réalignement des devises, y compris du dollar canadien, et l'escalade des prix des matières premières. Ces chocs sont en grande partie d'ordre structurel et impliquent que le capital et la main-d'œuvre seront davantage affectés à la production de matières premières et de biens et services non échangeables plutôt qu'à la fabrication de biens non tributaires des produits de base. Cette réaffectation exigera toutefois un certain temps, et la croissance de la productivité pourrait être moins élevée durant la période d'adaptation.

Dans bien des cas, les entreprises s'assurent d'abord que les effets du choc sont permanents avant de réaménager leurs effectifs. Les travailleurs qui possèdent des compétences liées à une industrie particulière pourraient avoir besoin d'un recyclage ou d'autres formes d'aide pour devenir pleinement fonctionnels dans les secteurs économiques en expansion. Il se peut que ces travailleurs doivent changer de lieu de travail et qu'une fois en poste, ils mettent un certain temps à acquérir les compétences propres à l'entreprise qui sont souvent associées aux gains de production. Ainsi, les importants déplacements de la main-d'œuvre entre les secteurs ont tendance au départ à freiner la croissance de la productivité.

En ce qui concerne le capital, il existe généralement des délais entre la décision d'investir, l'acquisition du capital et l'intégration de celui-ci au processus de production, que ce soit pour accroître les capacités ou pour rendre la production plus efficiente. Lorsque l'investissement porte sur les machines et le matériel plutôt que sur les bâtiments et les ouvrages de génie, les coûts d'ajustement sont un facteur important à considérer. Ainsi, malgré les investissements substantiels dans les technologies de l'information et des communications (TIC) au cours de la dernière décennie, la croissance de la productivité est d'abord demeurée anémique, surtout à l'extérieur du secteur de la production des TIC. Cette situation tient au fait que des investissements physiques dans les nouvelles technologies ne suffisent pas à réaliser des gains de productivité généralisés. Les entreprises doivent former leurs employés à l'utilisation des nouvelles technologies ou attendre d'embaucher de nouveaux diplômés à mesure qu'ils sont disponibles. Elles peuvent également être contraintes de réorganiser leur milieu de travail pour tirer pleinement parti de ces technologies. Les coûts d'ajustement qui en résultent provoquent une baisse temporaire de la production mesurée et, partant, de la croissance de la productivité jusqu'à la fin de la période d'adaptation. Il peut s'écouler quelques années avant que l'investissement dans les nouvelles technologies ne se traduise par une accélération de la productivité.

Tableau 1 Dépenses d'investissement en dollars courants Variation annuelle en pourcentage			
Secteur			
2003			
2004			
2005			
Ensemble du secteur privé	2,9	6,5	8,8
Extraction pétrolière et gazière	13,9	8,2	12,0
Autres industries productrices de matières premières	6,1	6,0	12,9
Autres secteurs manufacturiers très ouverts à la concurrence ou au commerce international*	1,4	-3,5	10,9
Secteurs peu ouverts au commerce international	-0,4	7,2	7,0

\* Y compris les secteurs qui sont des importateurs nets  
Source : Statistique Canada, *Investissements privés et publics au Canada, Perspectives 2005*

De façon plus générale, les résultats de l'Enquête sur les perspectives des entreprises que mène périodiquement la Banque indiquent que beaucoup de firmes désavantagées par les changements survenus sur la scène internationale prennent diverses mesures dans le but d'accroître leur productivité et de diminuer leurs coûts. Par exemple, un nombre croissant de producteurs choisissent de comprimer leurs coûts en augmentant leurs importations d'intrants en provenance d'Asie. D'autres s'ajustent à l'appréciation du dollar canadien en délaissant graduellement la production de biens et services peu rentables pour se concentrer sur celle de produits et services offrant de meilleurs rendements.

L'adaptation des entreprises à l'évolution de la conjoncture économique mondiale a aussi continué de se refléter dans les modifications de la composition sectorielle de l'emploi. Depuis la fin de 2003, l'emploi a eu tendance à progresser dans les secteurs des produits de base et dans ceux qui sont peu exposés à la concurrence étrangère alors qu'il a chuté dans les branches de l'industrie manufacturière très ouvertes aux échanges internationaux, sous l'effet, dans une certaine mesure, de la substitution du travail en faveur du capital afin de réduire les coûts. Les résultats de l'Enquête sur les perspectives publiés au printemps révèlent que la croissance de l'emploi au cours des douze prochains mois sera concentrée dans le secteur des services.

Cette réaffectation du capital et du travail implique des coûts d'ajustement pouvant entraîner un ralentissement temporaire du rythme d'accroissement de la productivité et, par conséquent, de celui de la production potentielle (Note technique 1).



d'activité global des secteurs fortement exposés à la concurrence étrangère n'a affiché qu'une croissance marginale du mois d'août 2004 à janvier 2005. En revanche, la production a enregistré de nouveaux gains substantiels dans la plupart des industries peu exposées à cette concurrence, telles que le logement, le commerce de détail et de gros, la finance, l'assurance et l'immobilier. Certaines d'entre elles ont également bénéficié de la baisse des coûts des produits importés.

On peut s'attendre à ce que l'évolution à l'échelle internationale entraîne un déplacement important de l'activité entre les grandes branches de l'économie canadienne, en bonne partie sous l'effet des réaffectations majeures des dépenses d'investissement au niveau sectoriel en réaction aux changements persistants attendus au chapitre de la rentabilité.

Dans ce contexte, la hausse cumulative la plus marquée des dépenses et des intentions d'investissement, pour 2004 et 2005, a été enregistrée par les industries productrices de matières premières, qui bénéficient du redressement marqué des cours mondiaux des produits de base et de la perspective que ce renchérissement se poursuivra un certain temps (Tableau 1). L'augmentation des investissements est particulièrement prononcée dans les secteurs de l'extraction pétrolière et gazière, des activités minières et de la fabrication de produits en bois. La vive progression de la demande intérieure finale ces dernières années a aussi fait bondir les dépenses d'investissement dans de nombreux secteurs peu ouverts au commerce international, notamment la production d'électricité, la finance et les assurances, l'information et la culture, et les produits raffinés du pétrole. En outre, dans beaucoup d'industries productrices de matières premières ou peu exposées aux échanges internationaux, une part importante de la hausse des dépenses d'investissement a été consacrée à l'accroissement des capacités de production.

Par contre, des pressions à la baisse prolongées pourraient bien s'exercer sur la rentabilité dans de nombreuses industries très ouvertes à la concurrence internationale (à l'exception de celles produisant de l'énergie et d'autres produits de base), en raison principalement de la montée du dollar canadien et de la concurrence grandissante livrée par des pays tels que la Chine et l'Inde. Par conséquent, les investissements dans ces industries semblent viser l'abaissement des coûts et l'amélioration de la compétitivité plutôt que l'augmentation de la capacité de production.

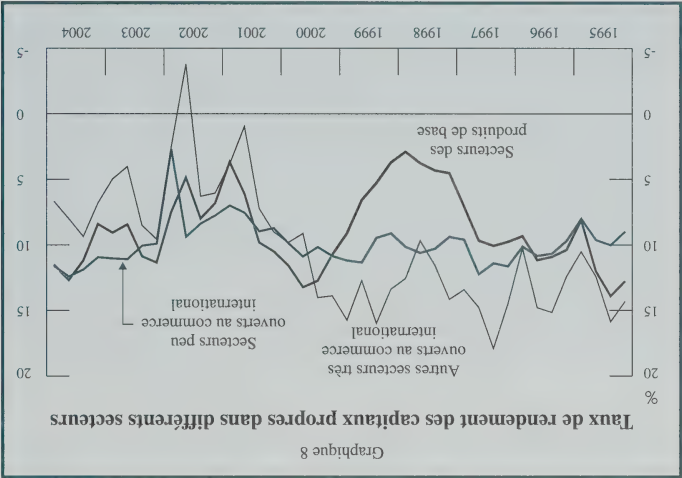
... comme le montre la composition sectorielle des dépenses d'investissement des entreprises.

L'ajustement à la conjoncture internationale

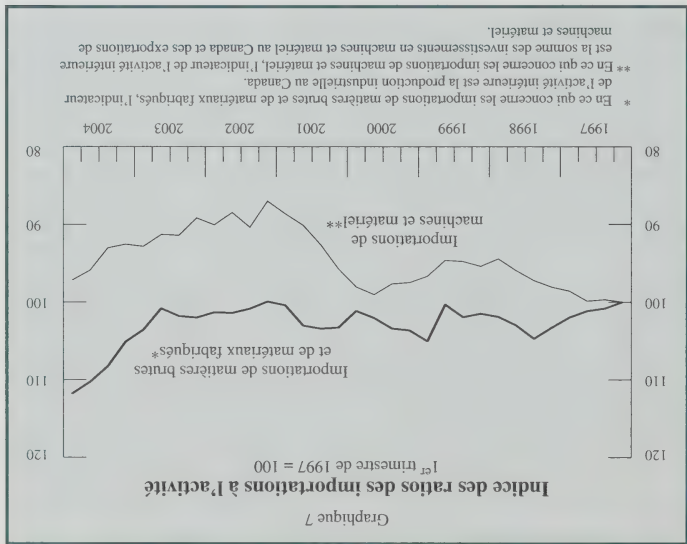
L'économie canadienne continue de s'adapter aux grands changements en cours sur la scène internationale, dont le réaligement prononcé des monnaies, y compris du dollar canadien; les cours élevés du pétrole brut et des produits de base non énergétiques; et l'incidence grandissante de l'essor de la Chine et de l'Inde sur l'économie mondiale. Depuis la parution de la livraison d'octobre du *Rapport*, de nouveaux signes sont venus témoigner de l'effet sectoriel de ces facteurs et de la réaction des entreprises touchées.

Au cours des trois premiers trimestres de 2004, la solide expansion de l'activité à l'échelle mondiale a accru la rentabilité dans la plupart des secteurs très ouverts au commerce international (Graphique 8)<sup>3</sup>. Au dernier trimestre de l'an dernier, cependant, les marges bénéficiaires se sont rétrécies dans beaucoup de ces secteurs en raison du repli de la demande extérieure de produits canadiens et de l'appréciation supplémentaire du dollar canadien observée à partir du milieu de 2004. Résultat, le niveau

Plus de signes témoignent des ajustements auxquels procèdent les entreprises face aux grands changements en cours sur la scène internationale...



3. On calcule l'ouverture nette au commerce international en ajoutant à la part de la production qui est exportée celle de la consommation intérieure qui est satisfaite par les importations, et en retranchant du résultat obtenu celle des intrants importés dans la production. Un secteur qui affichait un taux d'ouverture nette d'au moins 0,5 en 2001 est considéré comme étant fortement exposé à la concurrence ou au commerce international.

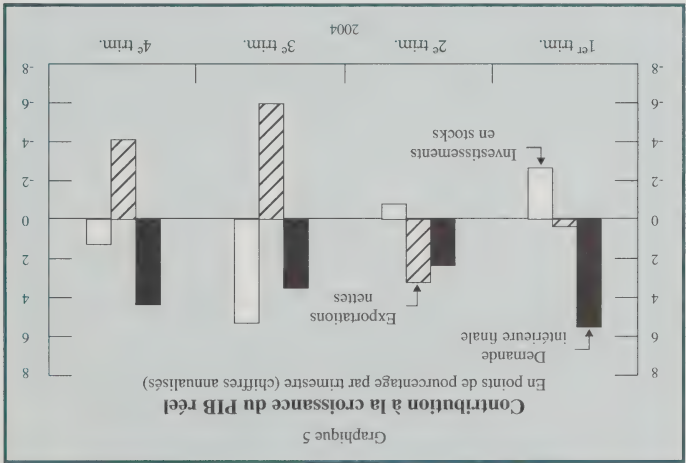


étaient, à la fin de 2004, sensiblement au même niveau qu'en 2003. Les exportations de produits automobiles ont peu varié également durant la dernière année par rapport aux indicateurs de l'activité dans l'industrie automobile aux États-Unis.

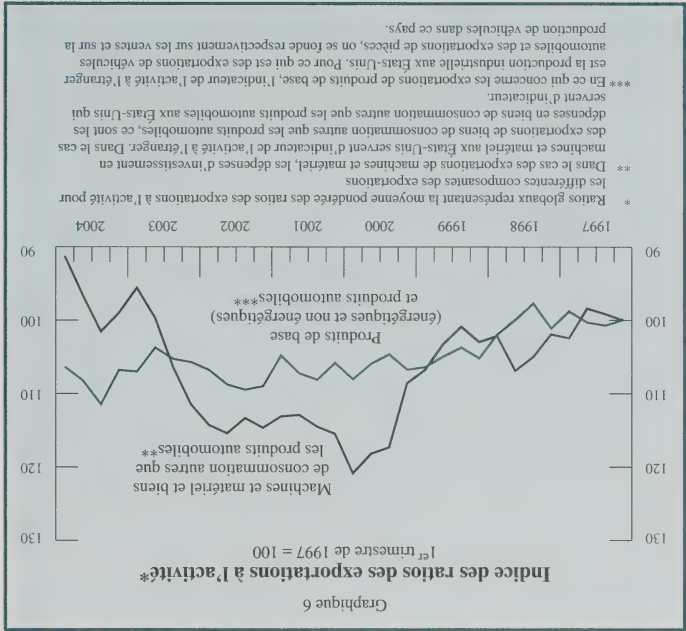
Au chapitre des composantes de la demande intérieure finale, signalons que les investissements des entreprises ont crû à un rythme beaucoup plus vif vers la fin de l'année. Les dépenses des ménages ont aussi augmenté considérablement grâce à la détente monétaire en place et aux gains soutenus observés au chapitre des revenus réels.

La poussée de la demande intérieure finale a été satisfaite en partie par une hausse appréciable des importations. L'accroissement des investissements en stocks a aussi contribué à stimuler les importations. Le volume des importations a affiché une progression marquée par rapport aux indicateurs de l'activité intérieure, surtout au titre des machines et du matériel ainsi que des matières brutes et des matériaux fabriqués, laquelle tient en partie à l'appréciation du dollar canadien et à une concurrence grandissante de la part des pays à marché émergent où les coûts sont faibles (Graphique 7).<sup>2</sup>

2. On estime toujours que les importations se situaient en deçà du niveau correspondant à leurs valeurs fondamentales de long terme à la fin de 2004, puisque leur ajustement à l'appréciation cumulative considérable du dollar canadien n'était que partiel. Toutefois, de nouvelles études économétriques sur les importations, dans lesquelles on remplace la variable au revenu global par des composantes individuelles de la demande, semblent indiquer que l'écart par rapport aux valeurs fondamentales de long terme est sensiblement plus faible que celui qui est décrit dans la Note technique 3 du Rapport d'octobre.



les exportations en volume de machines, de matériel et de produits autres que ceux de l'industrie automobile ont repris, par rapport aux indicateurs de l'activité à l'étranger, le fort mouvement de baisse qui s'était amorcé en 2003. Par contre, malgré les fluctuations enregistrées pendant l'année, les exportations de produits de base en proportion de la production industrielle américaine



## Les facteurs qui influent sur l'inflation

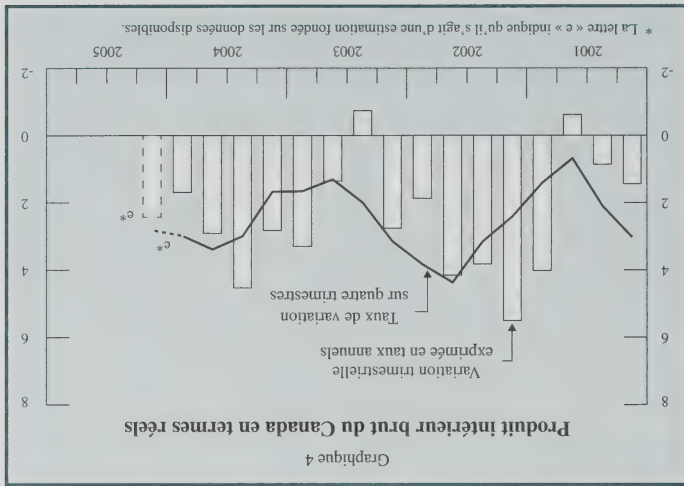
### La demande globale

Comme on s'y attendait au moment de la livraison du Rapport d'octobre, le PIB réel du Canada a progressé de 2,9 % en rythme annualisé au troisième trimestre de 2004 (Graphique 4). Au quatrième trimestre, la croissance de l'économie a décéléré pour s'établir à 1,7 %, en glissement annuel, ce qui est inférieur aux taux avancés dans le dernier *Rapport* et dans la *Mise à jour* de janvier. Au deuxième semestre de 2004, les exportations ont été beaucoup plus faibles dans l'ensemble qu'on ne l'avait projeté, mais leur ralentissement a été partiellement compensé par des investissements en stocks étonnamment élevés. On estime que l'expansion de l'activité au premier trimestre de 2005 a probablement été de l'ordre de 2 1/2 %.

La demande intérieure finale s'est maintenue sur sa forte lancée durant la deuxième moitié de 2004. En réaction à cette avance et aux craintes de retards dans les livraisons, les investissements en stocks se sont nettement accrus. En revanche, le volume des exportations nettes a fléchi (Graphique 5).

Les exportations canadiennes ont accusé une chute marquée au second semestre de l'an dernier. Même si ce recul reflète en grande partie le renversement de l'essor surprenant enregistré au premier semestre, il traduit, plus fondamentalement, la poursuite du processus d'ajustement à l'appréciation passée du dollar canadien. Celui-ci a été particulièrement manifeste dans les composantes des exportations où la différenciation des produits est marquée (Graphique 6). De fait, durant les six derniers mois de l'an dernier,

Les exportations ont reculé au deuxième semestre de 2004, en raison notamment de l'appréciation antérieure du dollar canadien.







mesurée par l'indice de référence durant la période. Le taux d'augmentation du coût de remplacement par le propriétaire, une composante importante des frais de logement inclus dans l'indice de référence, a aussi légèrement reculé depuis juillet 2004 en raison de la hausse moins rapide, en glissement annuel, des prix des logements neufs. Les variations des prix des automobiles attribuables aux modifications des programmes d'incitation à l'achat offerts par les fabricants expliquent une bonne part des mouvements à court terme enregistrés par l'inflation mesurée par l'indice de référence depuis le milieu de 2004.

Depuis août 2004, le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global s'est établi, en moyenne, juste au-dessus de 2 %. Le niveau plus élevé de ce taux par rapport à celui de l'inflation mesurée par l'indice de référence est dû surtout à l'incidence de la hausse substantielle des prix des produits énergétiques sur certaines composantes de l'IPC. En février, notamment, on a observé de fortes majorations des prix de détail de l'essence, du mazout, du gaz naturel et du transport interurbain par rapport aux niveaux où ils se situaient un an auparavant.

1. L'indice de référence exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Les huit composantes exclues sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.

*Le taux d'accroissement de l'IPC global s'est établi, en moyenne, juste au-dessus de 2 % depuis août 2004.*

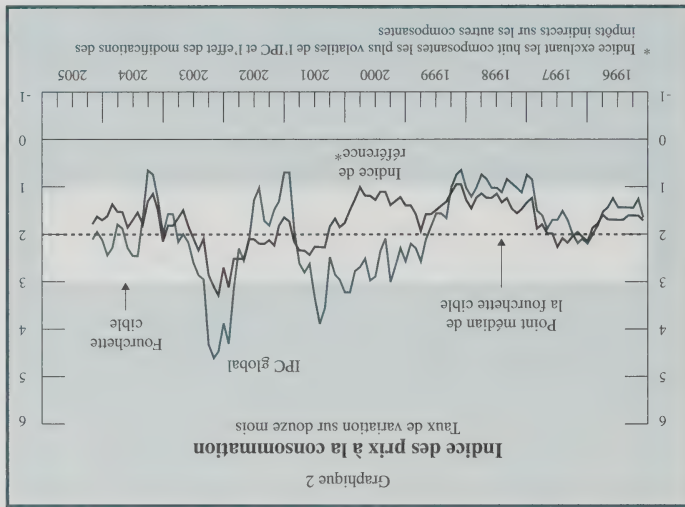
## 2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

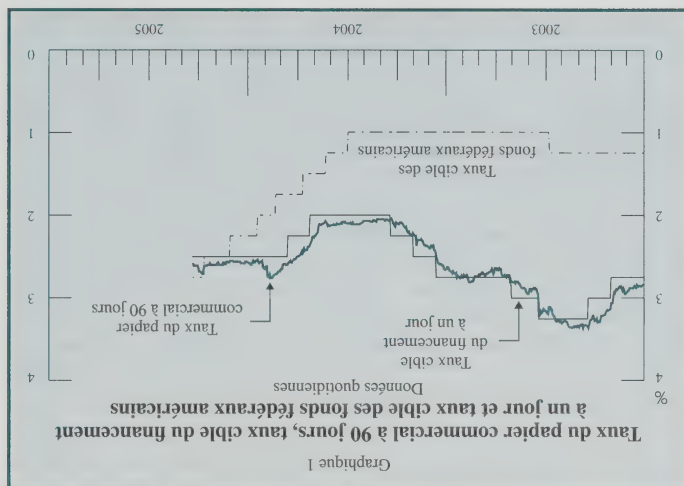
Au cours de la dernière année, l'inflation mesurée par l'indice de référence a été relativement stable, oscillant dans une fourchette de 1,5 à 1,8 %. L'escalade des cours du pétrole brut observée depuis la fin de 2003 a fait monter le taux d'accroissement moyen de l'IPC global à un peu plus de 2 % pendant la même période.

### L'inflation et la cible de 2 %

L'inflation mesurée par l'indice de référence est passée de 1,5 % en août 2004 à 1,8 % en février, demeurant ainsi en deçà de la cible de maîtrise de l'inflation de 2 % visée par la Banque (Graphique 2)<sup>1</sup>. Cette hausse correspond essentiellement à celle qui avait été évoquée dans la *Mise à jour* de janvier. Les autres mesures de l'inflation tendancielles que la Banque suit sont aussi restées inférieures à la cible de 2 % (Graphique 3).

La présence de capacités excédentaires modestes au sein de l'économie canadienne pendant la majeure partie de 2003 et de 2004 a contribué à maintenir l'inflation mesurée par l'indice de référence un peu en deçà du taux attendu à plus long terme. Un repli additionnel des prix de nombreux biens à forte teneur en importations, attribuable à l'appréciation du dollar canadien et à la baisse continue des cours mondiaux de certains produits de consommation, a également continué à tirer vers le bas l'inflation





La Banque continue de s'attendre à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence remonte à la cible de 2 % vers la fin de l'an prochain. Selon le scénario établi à partir des cours à terme du pétrole, le taux d'augmentation de l'IPC global devrait rester légèrement au-dessus de 2 % cette année et descendre un peu en début de ce niveau au deuxième semestre de 2006.

On prévoit que la croissance de l'économie canadienne cette année et l'an prochain proviendra principalement de la demande intérieure, les exportations nettes ayant un effet modérateur sur l'activité. Afin de continuer à soutenir la demande globale, la Banque a décidé de maintenir à 2,5 % le taux cible du financement à un jour aux dates d'annonce préétablies du 1<sup>er</sup> mars et du 12 avril. À la lumière de la projection de la Banque, une réduction du degré de détente monétaire sera requise au fil du temps.

Les perspectives des économies mondiale et canadienne demeurent entachées de risques, aussi bien à la hausse qu'à la baisse, et d'incertitudes. Parmi ces risques, mentionnons le rythme d'expansion en Asie ainsi que la trajectoire des cours du pétrole et des produits de base non énergétiques. Un autre risque concerne la résorption des déséquilibres des balances courantes, notamment la possibilité grandissante que le processus de correction ne devienne désordonné si ces déséquilibres devaient persister.

La plupart des incertitudes liées aux perspectives pour le Canada continuent d'avoir trait à la façon dont l'économie s'ajuste aux modifications des prix relatifs associées aux principaux changements en cours sur la scène internationale.

## 1. VUE D'ENSEMBLE

L'évolution de l'économie mondiale est généralement conforme aux attentes, et les perspectives de la poursuite d'une croissance vigoureuse sont assez favorables, surtout à court terme. Dans ce contexte, les prévisions pour l'économie canadienne d'ici la fin de 2006 demeurent essentiellement les mêmes que celles présentées dans la *Mise à jour* du janvier du *Rapport sur la politique monétaire*. L'économie canadienne continue de s'ajuster aux principaux changements en cours sur la scène internationale, notamment le réalignement des devises engendré par les déséquilibres mondiaux, la hausse des prix de l'énergie et des produits de base non énergétiques ainsi que la concurrence grandissante livrée par les pays à marché émergent.

Les ajustements sectoriels qui s'opèrent au pays en réponse à ces changements deviennent plus manifestes. De nombreuses industries productrices de matières premières sont en expansion, alors que les entreprises de certains autres secteurs ouverts au commerce international subissent des pressions associées à l'appréciation du huard et à la concurrence étrangère. Dans l'ensemble, le volume des exportations nettes bride l'activité. Mais grâce au dynamisme de la demande intérieure, quelques secteurs, dont le commerce de détail et de gros ainsi que le logement, connaissent une forte croissance. La politique monétaire canadienne continue de faciliter le processus d'ajustement en visant à maintenir l'inflation au taux cible de 2 % et à faire tourner l'économie près de son plein potentiel. La Banque estime que celle-ci fonctionne encore légèrement en deçà des limites de sa capacité de production. Après avoir enregistré une augmentation notable en 2003 et en 2004, le cours du dollar canadien fluctue depuis le début de cette année à l'intérieur d'une fourchette comprise entre 80 et 83 cents É.-U. environ.

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit un taux d'expansion annuel de quelque 2 1/2 % au premier semestre de 2005 et de 3 % au second. L'activité devrait s'accroître à un rythme avoisinant 3 1/2 % tout au long de 2006, amenant ainsi l'économie à tourner de nouveau à plein régime au second semestre de l'an prochain.

En moyenne annuelle, la croissance s'établirait aux alentours de 2 1/2 % en 2005, soit un niveau légèrement inférieur à celui avancé dans la *Mise à jour* de janvier, tandis que la projection pour 2006 reste à peu près inchangée, à environ 3 1/4 %.

*Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préalable du 12 avril 2005.*

Modifications du taux  
cible du financement à un  
jour depuis la parution du  
*Rapport* d'octobre

7 décembre — taux maintenu à 2,5 %	25 janvier — aucune modification	1 <sup>er</sup> mars — aucune modification	12 avril — aucune modification
---------------------------------------	-------------------------------------	---	-----------------------------------

## Avant-propos : Dix années de publication du *Rapport sur la politique monétaire*

Il y a dix ans ce printemps, la Banque du Canada lançait sa nouvelle publication semestrielle, le *Rapport sur la politique monétaire*.

Dans l'introduction de la toute première livraison, on pouvait lire ce qui suit :

Le contenu de ce rapport reflète le cadre de mise en œuvre de la politique monétaire que définissent les trois éléments suivants : i) un objectif clair; ii) une perspective à moyen terme (les mesures de politique monétaire ne faisant sentir pleinement leurs effets sur l'économie qu'avec un long décalage); iii) la reconnaissance du fait que la politique monétaire exerce son action par le jeu des taux d'intérêt et du taux de change.

La politique monétaire menée au Canada a pour objet ultime de favoriser la bonne tenue générale de l'économie. Et c'est en maintenant la confiance dans la valeur de la monnaie par l'entremise de la stabilité des prix qu'elle peut contribuer à la réalisation de cet objectif. La stabilité des prix est donc un moyen de parvenir à une fin et non une fin en soi.

Le cadre de mise en œuvre de notre politique a été perfectionné au cours des années, mais les énoncés ci-dessus demeurent aussi pertinents aujourd'hui qu'ils l'étaient en 1995. La décennie écoulée est celle où le Canada a affiché la plus longue période de bons résultats économiques des 35 dernières années. Le régime explicite de cibles d'inflation en vigueur au pays a grandement contribué à cette réalisation. L'introduction du *Rapport sur la politique monétaire* a constitué un pas déterminant vers la transparence de la conduite de la politique monétaire par la Banque. Les changements apportés au fil du temps en vue de rendre le *Rapport* plus limpide ont permis à celui-ci de continuer à améliorer nos communications avec le public.

Le Conseil de direction



TABLE DES MATIÈRES

1. Vue d'ensemble .....	5
2. L'évolution récente de l'inflation .....	7
L'inflation et la cible de 2 % .....	7
Les facteurs qui influent sur l'inflation .....	9
3. L'évolution financière .....	22
Les conditions du crédit .....	22
Les courbes de rendement et le taux de change .....	24
4. Les perspectives .....	26
La conjoncture internationale .....	26
La demande et l'offre globales au Canada .....	30
Les mesures des attentes relatives à l'inflation .....	33
Les autres facteurs qui influent sur l'inflation .....	33
L'incidence de l'expansion monétaire .....	34
Les prévisions relatives à l'inflation .....	35
Bibliographie .....	37
Notes techniques	
1. L'ajustement économique et la croissance de la productivité .....	15
2. L'émergence des économies asiatiques : conséquences pour le Canada .....	29

L'économie canadienne a dû s'adapter aux brusques fluctuations non seulement de la valeur externe de notre dollar mais aussi de la demande étrangère de nos biens et services. Les cibles d'inflation fournissent à la Banque une ligne directrice solide pour faire face à l'appréciation de la monnaie, ce qui nous permet de nous concentrer sur la stabilisation macroéconomique au moment où les divers secteurs de l'économie composent avec le choc de taux de change.

David Dodge

Gouverneur, Banque du Canada  
21 mars 2005

*Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay, David Longworth et Tiff Macklem.*

— Avril 2005 —

# RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

BANQUE DU CANADA

# LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA

## La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

## L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.
- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imposer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

## Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. Cette fourchette cible de maîtrise de l'inflation a été reconduite à quelques reprises, la dernière fois en mai 2001, lorsqu'il a été décidé d'en prolonger l'application jusqu'à la fin de 2006. La politique monétaire continuera donc d'être axée sur le maintien du taux d'inflation à 2 %, soit le point médian de la fourchette, afin de maximiser la probabilité que l'inflation demeure à l'intérieur de celle-ci et d'accroître la prévisibilité de l'inflation à long terme (Crawford, 2001).

## Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur un indice qui mesure l'inflation fondamentale — appelée *indice de référence* — en excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Cet indice est généralement un meilleur indicateur des mouvements futurs de l'IPC global que ne le sont les variations passées de l'IPC (Macklem, 2001).

# Rapport sur la politique monétaire

Avril 2005

BANQUE DU CANADA





## MONETARY POLICY REPORT

- April 2005 -

# Summary

## Overview

The global economy has been unfolding largely as expected, and prospects for continued robust growth are quite favourable, especially over the near term. Against this backdrop, the outlook for the Canadian economy through to the end of 2006 is essentially unchanged from that in the January *Monetary Policy Report Update*.

The Canadian economy continues to adjust to major global developments. These include the realignment of currencies in response to global imbalances, the higher prices of both energy and non-energy commodities, and growing competition from emerging-market economies.

The sectoral adjustments to these developments are becoming more evident. Many Canadian commodity-producing sectors are expanding. However, firms in a number of other sectors exposed to international trade are facing pressure from the appreciation of the Canadian dollar and from foreign competition. On balance, net exports have been a drag on the economy. But with robust domestic demand, some sectors—such as retail, wholesale, and housing—have been growing strongly. Canadian monetary policy continues to facilitate the adjustment process by aiming to keep inflation at the 2 per cent target and the

economy operating near its production capacity. The Bank continues to judge that the economy is operating slightly below its full production capacity.

## Highlights

- There is increasing evidence that the Canadian economy is adjusting to global developments, which include the realignment of currencies and higher commodity prices.
- The Bank's outlook for the Canadian economy is similar to that in the January *Update*, with growth projected to be about 2 1/2 per cent in 2005 and 3 1/4 per cent in 2006.
- With the economy moving back to its production capacity in the second half of 2006, core inflation should return to the 2 per cent target around the end of next year.
- In line with this outlook, a reduction of monetary stimulus will be required over time.
- There are both upside and downside risks to this outlook, which continue to relate largely to global developments and to the associated relative price changes.

*This is a summary of the Monetary Policy Report of the Governing Council of the Bank of Canada. The Report is based on information received up to the fixed announcement date on 12 April 2005.*

After appreciating sharply in 2003 and 2004, the Canadian dollar has been fluctuating in a range of around 80 to 83 cents U.S. since the beginning of the year.

The Bank's base-case projection calls for annualized growth of about 2 1/2 per cent in the first half of 2005 and 3 per cent in the second half. Growth of about 3 1/2 per cent is expected over the four quarters of 2006, consistent with returning the economy to full production capacity in the second half of that year.

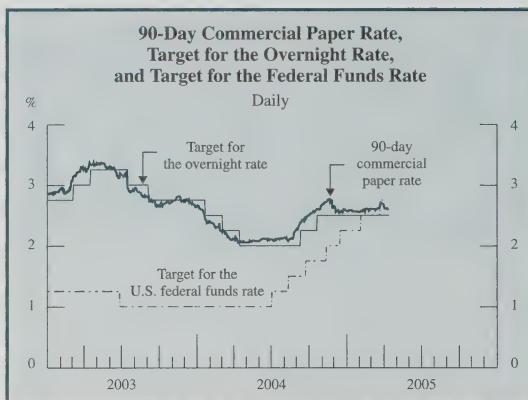
Expressed on an annual average basis, growth in 2005 is projected to be about 2 1/2 per cent, down slightly from the January *Update*, while the projection for 2006 is little changed at about 3 1/4 per cent.

We continue to expect core inflation to move back to the 2 per cent target around the end of 2006. Based on the scenario implied by oil-price futures, total CPI inflation is projected to remain slightly above 2 per cent this year and to move slightly below 2 per cent in the second half of 2006.

Growth in the Canadian economy this year and next is anticipated to come primarily from domestic demand, as net exports are expected to exert a drag on the economy. To continue to support aggregate demand, the Bank decided to leave the target for the overnight rate unchanged at 2.5 per cent on 1 March and 12 April. In line with the Bank's outlook, a reduction of monetary stimulus will be required over time.

The global and Canadian economic outlooks remain subject to both upside and downside risks and to uncertainties. These risks include the pace of expansion in Asia, and the prices of oil and non-energy commodities. A further risk relates to the resolution of current account imbalances, with the risk of a disorderly correction growing over time, should these imbalances persist.

Most of the uncertainties with respect to the Canadian outlook continue to relate to how the economy is adjusting



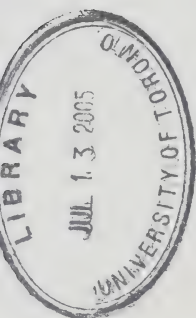
to the relative price changes associated with major global developments.

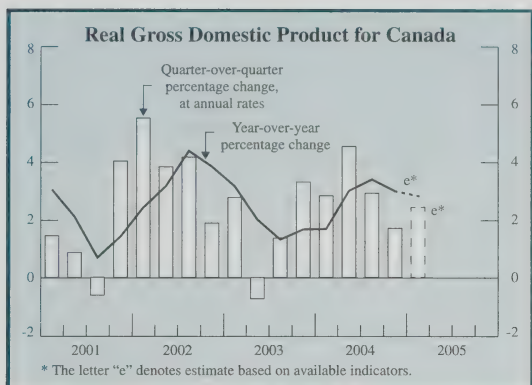
## Recent Developments

After growing at an annualized rate of 2.9 per cent in the third quarter of 2004, the Canadian economy grew by only 1.7 per cent in the fourth quarter. This was weaker than the projections in both the *October Report* and the *January Update*.

The major factor behind this slower growth was a decline in exports in the second half of 2004. Although part of this drop represented a fall from unexpectedly high levels in the second quarter, it more fundamentally reflected the ongoing adjustment to the past appreciation of the Canadian dollar. In contrast, final domestic demand continued to grow robustly in 2004. Household spending increased, supported by monetary stimulus and ongoing gains in real incomes. The pace of business investment rose sharply towards the end of the year, and businesses accumulated inventories in the second half.

The weaker-than-projected growth in the fourth quarter was largely offset by upward revisions to GDP estimates for earlier quarters. The level of economic activity at the end of 2004 was therefore broadly in line with the





Bank's expectations in the January *Update*, and slightly below the Bank's estimate of potential output. So it remains the Bank's judgment that the economy was operating with a small output gap at year-end. This view is broadly supported by the responses of firms to questions about pressures on production capacity in the Bank's spring *Business Outlook Survey*.

Core inflation has been broadly stable over the past year, fluctuating in a range of 1.5 to 1.8 per cent. Other measures of the trend of inflation have also remained below the Bank's 2 per cent target. The modest amount of slack in the economy and lower prices for import-intensive goods have worked to keep core inflation below 2 per cent, but higher energy prices have pushed total CPI inflation to an average of just over 2 per cent since last August.

## Prospects for Growth and Inflation

Overall, the global economy has performed as anticipated, and growth is projected to remain relatively strong at around 4 per cent in both 2005 and 2006. While oil prices have moved sharply higher, other factors are helping to underpin the growth of the global economy in the near term,

including favourable financial conditions. As well, the continued strong economic performance of non-Japan Asia is expected to make a relatively larger contribution to global growth than previously expected.

The underlying momentum of the U.S. economy remains robust. Continued strength in business investment is expected, and exports should be helped by the past depreciation of the U.S. dollar. However, the impact of higher interest rates and higher oil prices will likely dampen household spending.

For Canada, despite strong external demand, especially from the United States and Asia, net exports are expected to continue to subtract from growth during 2005 and 2006. This reflects both the influence of the past appreciation of the Canadian dollar—which is restraining export growth and encouraging imports—as well as strong growth in investment, which has a high import content.

Economic growth this year and next is expected to be supported primarily by continued strength in domestic demand. We expect business capital spending to increase even more strongly than last year, because of high commodity prices, favourable financial conditions, high profits, and further declines in the prices for imported machinery and equipment. Consumer spending is also likely to continue to grow strongly owing to projected gains in real incomes, the effect of monetary stimulus, and high levels of consumer confidence. Housing investment is not projected to grow but should remain at a high level. Government spending should grow in line with revenues, since we expect that governments at all levels will continue to work to maintain fiscal balance.

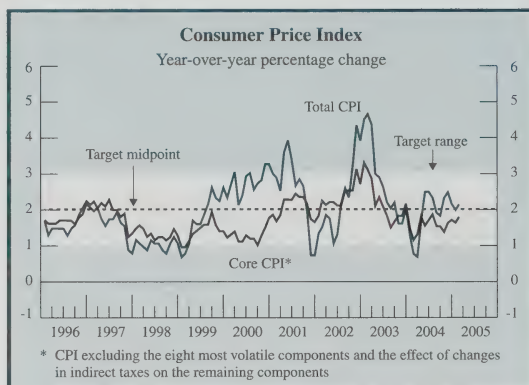
Higher oil prices are still expected to have a modest adverse effect on aggregate demand in 2005. But an increase in investment and production in the energy sector should more than offset the negative effects by 2006.

With the expected slowing of inventory accumulation, we project annualized growth to average about 2 1/2 per cent in the first half of 2005, about 3 per cent in the second half, and about 3 1/2 per cent through 2006. This scenario, which includes a reduction of monetary stimulus over the projection period, implies that the economy will return to potential in the second half of 2006.

One uncertainty around the outlook relates to the trend rate of growth of potential output. Over the past two years, growth in labour productivity has been close to zero, and increases in production capacity have been largely maintained by rapid growth in labour inputs. For the economy's production capacity to expand at our assumed growth rate of 3 per cent, labour productivity growth will need to return to a trend growth rate of around 1 3/4 per cent going forward. The likelihood of such growth is supported by the recent and projected increases in business investment in Canada and by continued rapid growth in labour productivity in the United States.

Core inflation should remain below 2 per cent through 2005 and most of 2006, owing to the continued small amount of excess supply in the economy, the effect of the stronger Canadian dollar, and the lower prices of some consumer goods from countries such as China. There is a risk of some pass-through of higher energy and other commodity prices to consumers, but the risk looks to be small, and the effect will likely be spread out over time.

All told, we expect core inflation to stay near 1.7 per cent through the end of this year. With the economy



returning to potential in the second half of 2006 and with expectations well anchored, core inflation should rise gradually to 2 per cent around the end of 2006. Based on the scenario implied by oil-price futures, total CPI inflation is projected to stay above 2 per cent for some time, before moving below 2 per cent in the second half of 2006.

Projection for Core and Total CPI Inflation						
Year-over-year percentage change*						
	2005				2006	
	Q1	Q2	Q3	Q4	H1	H2
Core inflation	1.7 (1.7)	1.6 (1.6)	1.7 (1.7)	1.7 (1.7)	1.8 (1.8)	1.9 (1.9)
Total CPI	2.1 (2.4)	2.1 (2.0)	2.3 (1.5)	2.3 (1.5)	2.2 (1.7)	1.8 (1.8)
WTI (level)**	50 (47)	56 (47)	57 (45)	57 (45)	56 (43)	54 (42)

\* Figures in parentheses are from the January *Monetary Policy Report Update*.

\*\* Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 7 April 2005.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; email: [publications@bankofcanada.ca](mailto:publications@bankofcanada.ca)  
or visit our website: <http://www.bankofcanada.ca>



Le Rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada est publié en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du Rapport au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9. Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca; site Web : <http://www.banqueducanada.ca>

Tout bien considéré, la Banque s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global de référence soit inférieure à 2 % en 2006, et pendant la période de deux semaines se terminant le 7 avril 2005.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer inférieure à 2 % tout au long de 2005 et durant la majeure partie de 2006, en raison de la persistance d'une petite offre excédentaire au sein de l'économie, de l'incidence du raffermissement du dollar canadien et du recul des prix de certains produits de consommation en provenance de pays tels que la Chine. Il est possible que la majoration des prix de l'énergie et d'autres produits de base se répercute sur les prix à la consommation, mais ces risques semblent faibles et les répercussions seraient sans doute étalées dans le temps.

Le scénario, qui suppose une réduction du degré de détente monétaire durant la période de projection, implique que l'économie tournera de nouveau à son plein potentiel au second semestre de 2006. L'une des incertitudes entourant les perspectives se rapporte au taux de croissance tendanciel de la production. L'augmentation de la productivité du travail a été quasi nulle, et l'expansion des capacités de production a été largement alimentée par la rapide progression du facteur travail. Pour que ces capacités puissent s'accroître au taux de 3 % estimé par la Banque, le rythme d'augmentation de la productivité du travail doit regagner le taux de croissance tendanciel d'environ 1 3/4 % et s'y maintenir. La probabilité qu'un tel taux soit atteint est confortée par les hausses récentes et projetées des investissements des entreprises au Canada et par la poursuite de la vive accélération de la productivité du travail aux États-Unis.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer inférieure à 2 % tout au long de 2005 et durant la majeure partie de 2006, en raison de la persistance d'une petite offre excédentaire au sein de l'économie, de l'incidence du raffermissement du dollar canadien et du recul des prix de certains produits de consommation en provenance de pays tels que la Chine. Il est possible que la majoration des prix de l'énergie et d'autres produits de base se répercute sur les prix à la consommation, mais ces risques semblent faibles et les répercussions seraient sans doute étalées dans le temps.

Le scénario, qui suppose une réduction du degré de détente monétaire durant la période de projection, implique que l'économie tournera de nouveau à son plein potentiel au second semestre de 2006. L'une des incertitudes entourant les perspectives se rapporte au taux de croissance tendanciel de la production. L'augmentation de la productivité du travail a été quasi nulle, et l'expansion des capacités de production a été largement alimentée par la rapide progression du facteur travail. Pour que ces capacités puissent s'accroître au taux de 3 % estimé par la Banque, le rythme d'augmentation de la productivité du travail doit regagner le taux de croissance tendanciel d'environ 1 3/4 % et s'y maintenir. La probabilité qu'un tel taux soit atteint est confortée par les hausses récentes et projetées des investissements des entreprises au Canada et par la poursuite de la vive accélération de la productivité du travail aux États-Unis.

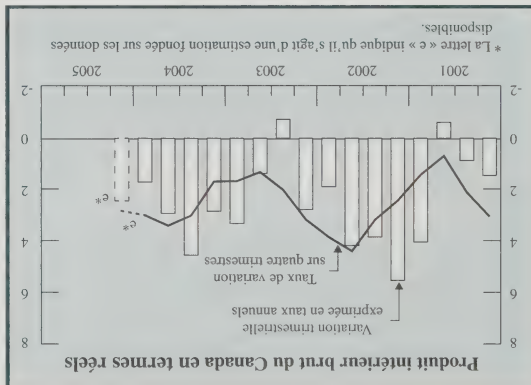
L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer inférieure à 2 % tout au long de 2005 et durant la majeure partie de 2006, en raison de la persistance d'une petite offre excédentaire au sein de l'économie, de l'incidence du raffermissement du dollar canadien et du recul des prix de certains produits de consommation en provenance de pays tels que la Chine. Il est possible que la majoration des prix de l'énergie et d'autres produits de base se répercute sur les prix à la consommation, mais ces risques semblent faibles et les répercussions seraient sans doute étalées dans le temps.

Projections concernant l'inflation mesurée par l'indice de référence et l'IPC global				Taux de variation sur quatre trimestres*			
Indice de référence	IPC global	WTI (niveau)**	Taux de variation sur quatre trimestres*	2006	2005	2004	2003
1 <sup>er</sup> trim.	1,7	2,1	(1,7)	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
2 <sup>e</sup> trim.	1,6	2,1	(1,7)	2 <sup>e</sup> sem.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.
3 <sup>e</sup> trim.	1,7	2,3	(1,7)	3 <sup>e</sup> sem.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.
4 <sup>e</sup> trim.	1,7	2,3	(1,7)	4 <sup>e</sup> sem.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
1 <sup>er</sup> sem.	1,8	2,2	(1,8)	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
2 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	2 <sup>e</sup> sem.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.
3 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	3 <sup>e</sup> sem.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.
4 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	4 <sup>e</sup> sem.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
1 <sup>er</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
2 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	2 <sup>e</sup> sem.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.
3 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	3 <sup>e</sup> sem.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.
4 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	4 <sup>e</sup> sem.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
1 <sup>er</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
2 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	2 <sup>e</sup> sem.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.
3 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	3 <sup>e</sup> sem.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.
4 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	4 <sup>e</sup> sem.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
1 <sup>er</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
2 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	2 <sup>e</sup> sem.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.
3 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	3 <sup>e</sup> sem.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.
4 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	4 <sup>e</sup> sem.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
1 <sup>er</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
2 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	2 <sup>e</sup> sem.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.
3 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	3 <sup>e</sup> sem.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.
4 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	4 <sup>e</sup> sem.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
1 <sup>er</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
2 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	2 <sup>e</sup> sem.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.
3 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	3 <sup>e</sup> sem.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.
4 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	4 <sup>e</sup> sem.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
1 <sup>er</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
2 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	2 <sup>e</sup> sem.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.
3 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	3 <sup>e</sup> sem.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.
4 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	4 <sup>e</sup> sem.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
1 <sup>er</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
2 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	2 <sup>e</sup> sem.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.
3 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	3 <sup>e</sup> sem.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.
4 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	4 <sup>e</sup> sem.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
1 <sup>er</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
2 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	2 <sup>e</sup> sem.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.
3 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	3 <sup>e</sup> sem.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.
4 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	4 <sup>e</sup> sem.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
1 <sup>er</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
2 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	2 <sup>e</sup> sem.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.
3 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	3 <sup>e</sup> sem.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.
4 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	4 <sup>e</sup> sem.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
1 <sup>er</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
2 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	2 <sup>e</sup> sem.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.
3 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	3 <sup>e</sup> sem.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.
4 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	4 <sup>e</sup> sem.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
1 <sup>er</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
2 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	2 <sup>e</sup> sem.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.
3 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	3 <sup>e</sup> sem.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.
4 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	4 <sup>e</sup> sem.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
1 <sup>er</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
2 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	2 <sup>e</sup> sem.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.
3 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	3 <sup>e</sup> sem.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.
4 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	4 <sup>e</sup> sem.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
1 <sup>er</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
2 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	2 <sup>e</sup> sem.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.
3 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	3 <sup>e</sup> sem.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.
4 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	4 <sup>e</sup> sem.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
1 <sup>er</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
2 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	2 <sup>e</sup> sem.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.
3 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	3 <sup>e</sup> sem.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.
4 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	4 <sup>e</sup> sem.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
1 <sup>er</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
2 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	2 <sup>e</sup> sem.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.
3 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	3 <sup>e</sup> sem.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.
4 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	4 <sup>e</sup> sem.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
1 <sup>er</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
2 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	2 <sup>e</sup> sem.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.
3 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	3 <sup>e</sup> sem.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.
4 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	4 <sup>e</sup> sem.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
1 <sup>er</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
2 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	2 <sup>e</sup> sem.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.
3 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	3 <sup>e</sup> sem.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.
4 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	4 <sup>e</sup> sem.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
1 <sup>er</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
2 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	2 <sup>e</sup> sem.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.
3 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	3 <sup>e</sup> sem.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.
4 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	4 <sup>e</sup> sem.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
1 <sup>er</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
2 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	2 <sup>e</sup> sem.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.
3 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	3 <sup>e</sup> sem.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.
4 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	4 <sup>e</sup> sem.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
1 <sup>er</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
2 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	2 <sup>e</sup> sem.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.
3 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	3 <sup>e</sup> sem.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.
4 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	4 <sup>e</sup> sem.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
1 <sup>er</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
2 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	2 <sup>e</sup> sem.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.
3 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	3 <sup>e</sup> sem.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.
4 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	4 <sup>e</sup> sem.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
1 <sup>er</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
2 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	2 <sup>e</sup> sem.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.
3 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	3 <sup>e</sup> sem.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.
4 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	4 <sup>e</sup> sem.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
1 <sup>er</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
2 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	2 <sup>e</sup> sem.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.
3 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	3 <sup>e</sup> sem.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.
4 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	4 <sup>e</sup> sem.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
1 <sup>er</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
2 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	2 <sup>e</sup> sem.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.
3 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	3 <sup>e</sup> sem.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.
4 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	4 <sup>e</sup> sem.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
1 <sup>er</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
2 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	2 <sup>e</sup> sem.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.
3 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	3 <sup>e</sup> sem.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.
4 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	4 <sup>e</sup> sem.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
1 <sup>er</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
2 <sup>e</sup> sem.	1,9	1,8	(1,9)	2 <sup>e</sup> sem.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.



investissements des entreprises reste vive et à ce que la dépréciation passée du billet vert stimule les exportations. Cependant, le relèvement des taux d'intérêt et des prix du pétrole aura vraisemblablement pour effet de freiner la dépense des ménages. Au Canada, malgré le dynamisme de la demande extérieure, en particulier de celle provenant des États-Unis et de l'Asie, les exportations nettes devraient continuer à ralentir la croissance en 2005 et en 2006. Cela est dû à la fois à l'incidence de l'apréciation passée du dollar canadien, qui restreint l'avance des exportations et encourage les importations, et à la forte progression des investissements, constitués dans une grande proportion de biens importés. L'expansion de l'économie canadienne cette année et l'an prochain devrait être alimentée principalement par la robustesse continue de la demande intérieure. La Banque s'attend à une croissance encore plus marquée qu'en 2004 des dépenses d'investissement des entreprises, sous l'impulsion des cours élevés des produits de base, des conditions financières favorables, de profits substantiels et de nouvelles réductions des prix des machines et du matériel importés. Il est probable également que la croissance vigoureuse de la dépense des ménages se poursuivra, en raison de la hausse anticipée des revenus réels, de la détente monétaire en place et du haut degré de confiance des consommateurs. Les investissements dans le secteur du logement ne devraient pas progresser, mais néanmoins demeurer fermes. Enfin, comme les administrations publiques à tous les échelons s'efforceront vraisemblablement de maintenir l'équilibre budgétaire, leurs dépenses devraient augmenter au même rythme que leurs recettes.

La Banque est toujours d'avis que l'escalade des cours du pétrole aura de faibles répercussions négatives sur la demande globale en 2005. En 2006, cependant, celles-ci devraient être plus que compensées par un accroissement des investissements et de la production dans le secteur de l'énergie. Compte tenu du ralentissement es-compté de l'accumulation des stocks, la Banque s'attend à ce que l'expansion s'établisse, en taux annuel moyen, à environ 2 1/2 % au premier semestre de 2005, à quelque 3 % au second semestre et aux alentours de 3 1/2 % tout au long de 2006.



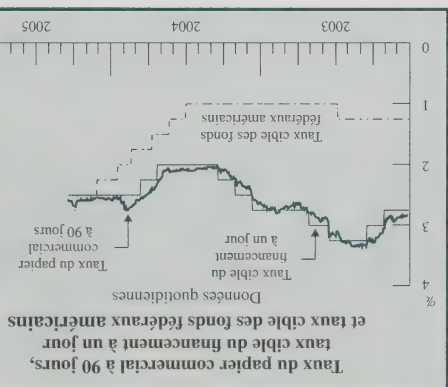
*L'Enquête sur les perspectives des entreprises* publiée par la Banque au printemps.

L'inflation mesurée par l'indice de référence a été stable dans l'ensemble au cours de la dernière année, oscillant dans une fourchette comprise entre 1,5 et 1,8 %. Les autres mesures de l'inflation tendancielles sont également restées inférieures à la cible de 2 % visée par la Banque. La faible marge de capacités inutilisées et la diminution des prix des biens à forte teneur en importations ont contribué à maintenir l'inflation mesurée par l'indice de référence au-dessous de 2 %, cependant, en raison du renchérissement de l'énergie, le taux moyen d'accroissement de l'IPC global dépasse quelque peu ce niveau depuis le mois d'août 2004.

## Les perspectives en matière de croissance et d'inflation

À l'échelle internationale, l'évolution de la conjoncture a été généralement conforme aux prévisions, et l'on s'attend à ce que la croissance demeure relativement élevée (4 % environ) en 2005 et en 2006. Si les cours de l'or noir ont beaucoup augmenté, d'autres facteurs viennent soutenir l'essor de l'économie mondiale à court terme, notamment les conditions financières favorables. En outre, la vigueur continue des économies asiatiques autres que celle du Japon devrait contribuer davantage qu'on ne l'avait prévu à l'expansion de l'activité dans le monde.

La croissance de l'économie américaine demeure fondamentalement robuste. On s'attend à ce que la progression des



2004, l'économie canadienne n'a crié que de 1,7 % au trimestre suivant. Ce résultat est inférieur aux projections formulées tant dans le *Rapport* d'octobre que dans la

*Mise à jour* de janvier.

Ce tassement tient surtout au recul des exportations au second semestre de 2004. Même si ce recul reflète en partie une baisse par rapport aux niveaux étonnamment élevés du deuxième trimestre, il traduit, plus fondamentalement, la poursuite de l'ajustement à l'appréciation passée du dollar canadien. En revanche, la demande intérieure finale s'est maintenue sur sa forte lancée en 2004. Les dépenses des ménages ont augmenté grâce à la détente monétaire et aux gains constants observés au chapitre des revenus réels. Les investissements des entreprises ont progressé à un rythme beaucoup plus vif vers la fin de l'année, et une accumulation des stocks a été observée au second semestre.

La croissance plus faible que prévu au quatrième trimestre a été largement contrebalancée par les révisions à la hausse apportées aux chiffres du PIB pour les trimestres précédents. Ainsi, le niveau de l'activité économique à la fin de 2004 était en gros conforme à celui auquel la Banque s'attendait dans la *Mise à jour* de janvier, et un peu en deçà du niveau auquel elle estime la production potentielle. Par conséquent, la Banque est encore d'avis qu'un mince écart de production était présent au sein de l'économie à la fin de l'an dernier. Cette opinion est généralement corroborée par les réponses données par les firmes aux questions concernant les pressions sur les capacités de production, lors de

avril 2006, avoisinant 3 1/2 % tout au long de 2006, amenant ainsi l'économie à tourner de nouveau à plein régime au second semestre de l'an prochain.

En moyenne annuelle, la croissance s'établirait aux alentours de 2 1/2 % en 2005, soit un niveau légèrement inférieur à celui avancé dans la *Mise à jour* de janvier, tandis que la projection pour 2006 reste à peu près inchangée, à environ 3 1/4 %.

La Banque continue de s'attendre à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence remonte à la cible de 2 % vers la fin de l'an prochain. Selon le scénario établi à partir des cours à terme du pétrole, le taux d'augmentation de l'IPC global devrait rester légèrement au-dessus de 2 % cette année et descendre un peu en deçà de ce niveau au deuxième semestre de 2006.

On prévoit que la croissance de l'économie canadienne cette année et l'an prochain proviendra principalement de la demande intérieure, les exportations nettes ayant un effet modérateur sur l'activité. Afin de continuer à soutenir la demande globale, la Banque a décidé de maintenir à 2,5 % le taux cible du financement à 1<sup>er</sup> mars et du 12 avril. À la lumière de la projection de la Banque, une réduction du degré de détente monétaire sera requise au fil du temps.

Les perspectives des économies mondiales et canadienne demeurent entachées de risques, aussi bien à la hausse qu'à la baisse, et d'incertitudes. Parmi ces risques, mentionnons le rythme d'expansion en Asie ainsi que la trajectoire des cours du pétrole et des produits de base non énergétiques. Un autre risque concerne la réduction des déséquilibres des balances courantes, notamment la possibilité grandissante que le processus de correction ne devienne désordonné si ces déséquilibres devaient persister.

La plupart des incertitudes liées aux perspectives pour le Canada continuent d'avoir trait à la façon dont l'économie s'ajuste aux modifications des prix relatifs associées aux principaux changements en cours sur la scène internationale.

## L'évolution récente

Après avoir progressé de 2,9 % en rythme annualisé au troisième trimestre de

## RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

- Avril 2005 -

## Sommaire

## Vue d'ensemble

L'évolution de l'économie mondiale est généralement conforme aux attentes, et les perspectives de la poursuite d'une croissance vigoureuse sont assez favorables, surtout à court terme. Dans ce contexte, les prévisions pour l'économie canadienne d'ici la fin de 2006 demeurent essentielles. Les mêmes que celles présentées dans la *Mise à jour* de janvier du *Rapport sur la politique monétaire*.

L'économie canadienne continue de s'ajuster aux principaux changements en cours sur la scène internationale, notamment le réalignement des devises engendré par les déséquilibres mondiaux, la hausse des prix de l'énergie et des produits de base non énergétiques ainsi que la concurrence grandissante livrée par les pays à marché émergent.

Les ajustements sectoriels qui s'opèrent au pays en réponse à ces changements deviennent plus manifestes. De nombreuses industries productrices de matières premières sont en expansion, alors que les entreprises de certains autres secteurs ouverts au commerce international subissent des pressions associées à l'appréciation du huard et à la concurrence étrangère. Dans l'ensemble, le volume des exportations nettes bride l'activité. Mais grâce au dynamisme de la demande intérieure, quelques secteurs, dont le commerce de détail et de gros ainsi que le logement, connaissent une forte croissance. La politique monétaire canadienne continue de faciliter le processus d'ajustement en visant à maintenir l'inflation au taux cible de 2 % et à faire tourner l'économie près de son plein potentiel. La Banque estime que celle-ci

fonctionne encore légèrement en deçà des limites de sa capacité de production.

Après avoir enregistré une augmentation notable en 2003 et en 2004, le cours du dollar canadien fluctue depuis le début de cette année à l'intérieur d'une fourchette comprise entre 80 et 83 cents U.-L. environ. Dans son scénario de référence, la Banque prévoit un taux d'expansion annuelle de quelque 2 1/2 % au premier semestre de 2005 et de 3 % au second. L'activité devrait s'accroître à un rythme

## Faits saillants

- On observe de plus en plus de signes témoignant de l'ajustement de l'économie canadienne aux changements en cours sur la scène mondiale, notamment le réalignement des devises et le renchérissement des matières premières.
- Les prévisions de la Banque relatives à l'économie canadienne sont similaires à celles présentées dans la *Mise à jour* de janvier, avec une croissance d'environ 2 1/2 % en 2005 et de 3 1/4 % en 2006.
- Comme l'économie retournera à son plein potentiel au second semestre de 2006, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait remonter, pour atteindre le taux cible de 2 % vers la fin de la même année.
- À la lumière de cette projection, une réduction du degré de détente monétaire sera requise au fil du temps.
- Ce scénario est entaché de risques, aussi bien à la hausse qu'à la baisse, qui demeurent liés en grande partie aux changements en cours sur la scène mondiale et aux modifications des prix relatifs qui les accompagnent.



CAL  
FN73  
- M56



BANK OF CANADA

# Monetary Policy Report

October 2005

# CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY

## **Inflation control and the economy**

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

## **The monetary policy instrument**

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

## **The targets**

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly announced a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. That inflation-control target range was extended a number of times, most recently in May 2001, in this last case to the end of 2006. Monetary policy will continue to aim at keeping future inflation at the 2 per cent target midpoint of this range, both to maximize the likelihood that inflation stays within the target range and to increase the predictability of inflation over the longer term (Crawford 2001).

## **Monitoring inflation**

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank focuses on a *core* measure of CPI inflation that excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. Core inflation also tends to be a better predictor of future changes in the total CPI than does the recent history of CPI inflation (Macklem 2001).

*Bank of Canada  
234 Wellington Street  
Ottawa, Ontario  
K1A 0G9*

5285  
CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper



BANK OF CANADA

# MONETARY POLICY REPORT

— October 2005 —

*This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:  
David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay,  
David Longworth, and Tiff Macklem.*

As prudent policy-makers, we must not rely on good fortune to help us muddle through. . . . We must act now to meet the challenges of today, and of the future, for the benefit of all our citizens.

David Dodge

*Governor, Bank of Canada  
9 September 2005*



# CONTENTS

<b>1. Overview</b>	5
<b>2. Recent Developments in Inflation</b>	7
Inflation and the 2 per cent target	7
Factors at work on inflation	8
<b>3. Financial Developments</b>	18
Credit conditions	18
Yield curves and the exchange rate	19
<b>4. The Outlook</b>	22
International background	22
Aggregate demand and supply in Canada	24
The base-case projection for inflation	28
Risks to the base-case projection	29
<b>Bibliography</b>	31

## Technical Boxes

1. Actual Output Growth and Conventional Estimates of Potential Output Growth	11
2. Productivity Developments in Canada	15
3. The Economic Effects of Higher Energy Prices for Canada	26



## 1. OVERVIEW

The global economy has continued to grow at a robust pace since the July *Monetary Policy Report Update*. Canada's economic growth in the first half of the year was somewhat stronger than had been expected. Overall, the economy now appears to be operating at full production capacity.

At the same time, the global and Canadian economies have continued to experience significant movements in energy prices. While the spikes in crude oil and gasoline prices caused by hurricanes in the Gulf of Mexico have already reversed, prices for natural gas and heating oil, as well as gasoline, are substantially higher than they were at the time of the July *Update*.

As well, the Canadian dollar has been trading in a higher range against the U.S. dollar since late summer, and has strengthened even further against other major currencies. This recent strength appears to be underpinned by fundamental factors, including high prices for crude oil and natural gas and Canada's generally solid economic performance.

Past and recent movements in energy prices and in the exchange rate for the Canadian dollar, along with competitive pressures from China and other newly industrialized economies, are giving rise to significant ongoing adjustments in the Canadian economy. This has resulted in considerable variation in the growth patterns of sectors and regions, making an assessment of overall capacity pressures and of the future growth of potential output particularly complex. Given these adjustments and the slow growth of productivity in recent years, the Bank has slightly reduced its estimate of potential output growth for 2005 and 2006.

The Bank's base-case projection sees the Canadian economy remaining at capacity through 2007. Real GDP is expected to grow at about the same pace as potential output over the projection period, averaging 2.8 per cent in 2005, 2.9 per cent in 2006, and 3 per cent the following year.

With the economy operating at capacity and with the increase in energy prices, pressures on consumer prices are somewhat stronger than they were at the time of the July *Update*. The annual rate of increase in the consumer price index (CPI) probably spiked above 3 per cent in September. On the assumption that energy prices evolve in line with currently prevailing futures prices, CPI inflation is projected to average close to 3 per cent for the rest of 2005 and for the first half of 2006 before returning to the 2 per cent target in the second half. In contrast, core inflation should remain below 2 per cent in coming months. But with the economy operating

**Developments in the target for the overnight rate since the July Update:**

7 September—up 25 basis points to 2.75 per cent

18 October—up 25 basis points to 3 per cent

*This report includes information received up to the fixed announcement date on 18 October 2005.*

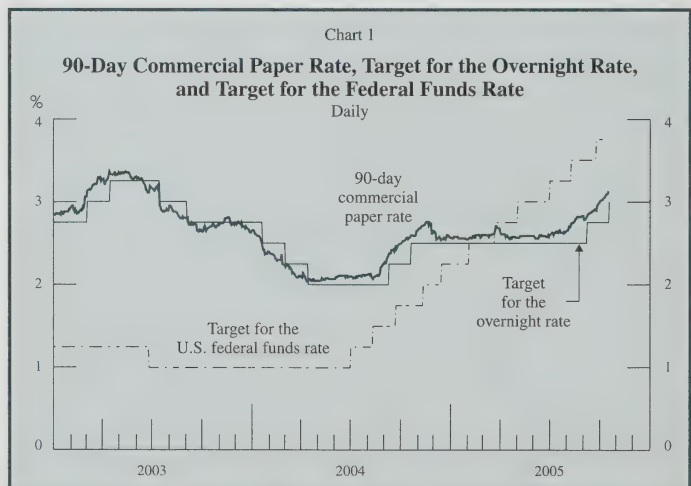


at capacity and longer-term inflation expectations appearing to be well anchored, the Bank expects core inflation to return to 2 per cent by mid-2006.

The Bank's base-case outlook for output and inflation is subject to a number of risks and uncertainties. Over the next four to six quarters, these risks include the adjustment of the Canadian economy to global developments, uncertainty about the current level and future growth of potential output, and the evolution of energy prices. These short-term risks appear to be balanced. But as we look further out to 2007 and beyond, there are increasing risks that the unwinding of global economic imbalances could involve a period of weak global growth.

The Bank raised its key policy interest rate by 25 basis points on 7 September and again on 18 October, bringing it to 3 per cent (Chart 1).

In line with the Bank's outlook, and given that the Canadian economy now appears to be operating at capacity, some further reduction of monetary stimulus will be required to maintain a balance between aggregate supply and demand over the next four to six quarters, and to keep inflation on target. However, with risks to the global outlook tilted to the downside as we look to 2007 and beyond, the Bank will monitor international developments particularly closely. More generally, the Bank will continue to assess the adjustments and underlying trends in the Canadian economy, as well as the balance of risks, as it conducts monetary policy to keep inflation on target over the medium term.



## 2. RECENT DEVELOPMENTS IN INFLATION

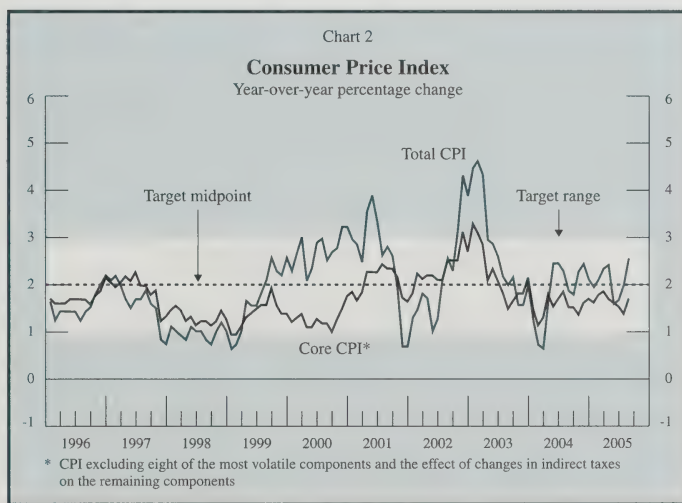
The 12-month rate of increase in the total CPI showed considerable volatility over the first eight months of 2005 and averaged just over the Bank's 2 per cent inflation-control target. The core rate of inflation,<sup>1</sup> an indicator of the underlying trend, averaged 1.6 per cent over the same period.

*Total CPI inflation averaged slightly above 2 per cent in the first eight months of 2005.*

### Inflation and the 2 per cent target

The 12-month rate of increase in the total CPI showed marked volatility in the first half of 2005, moving in a range of 1.6 to 2.4 per cent. This mainly reflected fluctuations in gasoline prices. Indeed, with the further substantial rise in crude oil prices since late May, total CPI inflation reached 2.6 per cent in August. It likely spiked above 3 per cent in September as a result of the surge in gasoline prices following disruptions to U.S. refinery production caused by recent hurricanes.

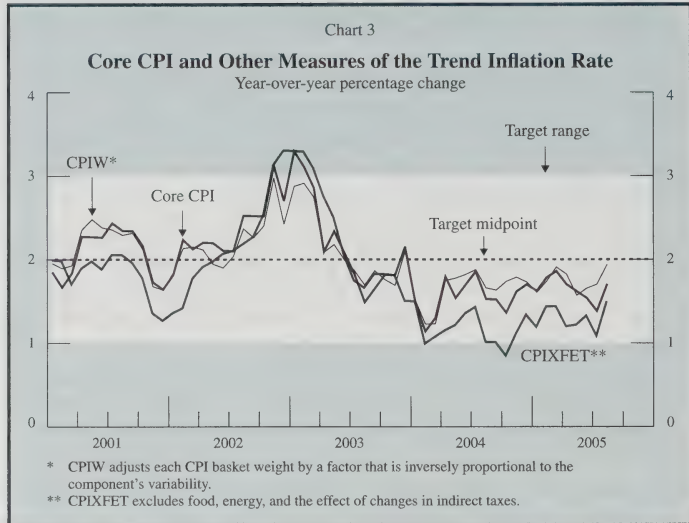
*Total CPI inflation has shown some volatility, reaching 2.6 per cent in August 2005.*



The core rate of inflation was 1.7 per cent in August (Chart 2). This was the rate projected for the third quarter in the July *Update*. Other measures of the trend rate of inflation that the Bank follows also continued to be below 2 per cent (Chart 3).

*Core inflation and other measures of trend inflation remained below 2 per cent.*

1. The core measure of inflation excludes eight of the most volatile components of the total CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. The eight components are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs.



Decreases in the global prices of various consumer goods and the past appreciation of the Canadian dollar, which have contributed to declines in the prices of many import-intensive goods, have remained an important source of downward pressure on core inflation so far in 2005. Fluctuations in motor vehicle prices have accounted for much of the short-term movement in the core rate of inflation.

## Factors at work on inflation

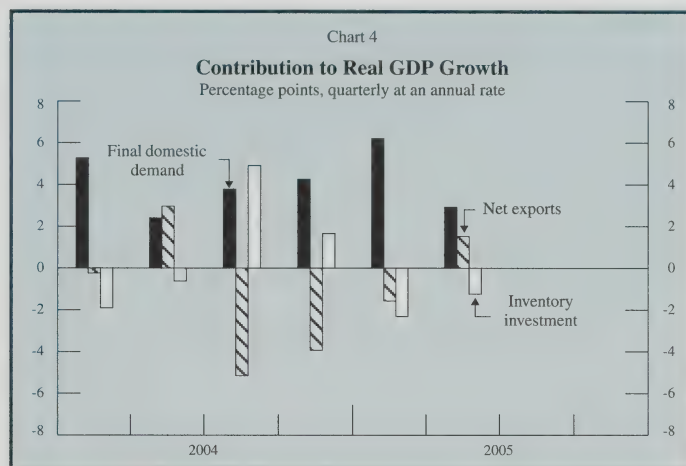
### Aggregate demand in Canada

*Economic growth was stronger than expected in the first half of 2005 . . .*

Real GDP increased at an annual rate of 2.7 per cent in the first half of 2005, faster than expected at the time of the *July Update*. Thus, the level of activity at mid-year was slightly higher than anticipated. The Bank's monitoring of available information and its assessment of the modest adverse economic effects arising from the recent hurricane-induced disruption of the U.S. economy point to Canadian GDP growth of about 3 per cent in the third quarter of 2005.

*. . . as final domestic demand rose strongly . . .*

Final domestic demand continued to show strong gains in the first half of 2005 (Chart 4). Moreover, net exports were little changed, on balance, following a substantial reduction in the second half of last year.



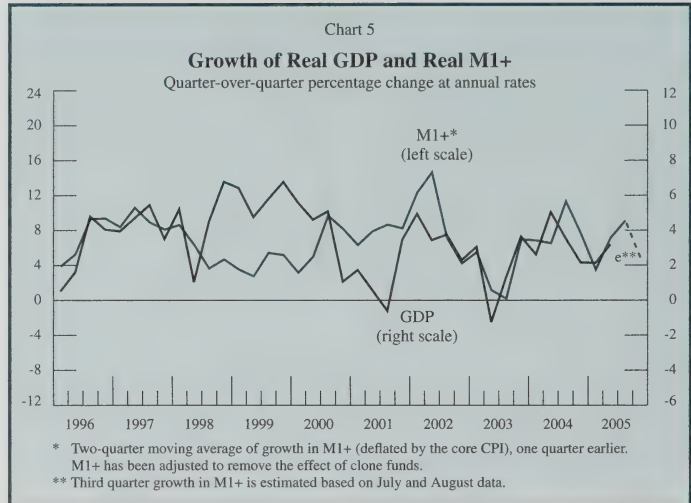
The recovery in Canada's exports in the first half of the year was supported by strong economic growth in the United States. The appreciation of the Canadian dollar through 2003 and 2004, which had contributed importantly to the decline in exports in the second half of 2004, did not appear to have significant additional adverse effects on the level of exports in the first half of 2005. Exports of machinery and equipment rose particularly strongly, while exports of automotive products eased. Imports also rose with the strength in final domestic demand, but were held back by a reduction in inventory investment.

This decline in inventory investment largely reflected the response of manufacturers and wholesalers to the drop in foreign demand in the second half of 2004. Business capital spending, in contrast, continued to make significant gains during the first half of 2005, with strong investment in structures, as well as in machinery and equipment. Household expenditures also rose markedly as a result of further gains in real incomes and personal wealth.

Data on narrow money are generally consistent with the Bank's current monitoring of growth in real GDP of about 3 per cent in the third quarter of 2005 and some slowing in the fourth quarter (Chart 5).

*... and exports recovered while import growth eased.*

*Business capital spending made strong gains.*



### Estimated pressures on capacity

*The economy appears to have been operating at its production capacity at mid-year.*

The Bank's conventional measure of the output gap suggests that the economy was operating at its production capacity in the second quarter of 2005 (Chart 6 and Technical Box 1).

Statistics Canada's measure of capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector continues to indicate greater pressure on production capacity than the Bank's conventional estimate of the output gap. As well, the proportion of companies reporting labour shortages in the Bank's autumn *Business Outlook Survey* was well above average, while the percentage of firms reporting difficulties meeting an unanticipated increase in demand was also somewhat higher than average (Chart 7). The constraints are strongest in the construction, commodity-producing, and transportation services sectors.

Other indicators, however, point to less pressure on capacity. The core rate of inflation has remained below 2 per cent since the end of 2003. Similarly, although some measures of wage increases have picked up, overall, wage gains have continued to be moderate.

In the *July Update*, the economy was seen as operating a bit below its capacity in mid-2005. After reviewing all the indicators of capacity pressures, the Governing Council now judges that the economy was operating at its production capacity in mid-2005. This reflects both faster-than-expected growth in the first half of 2005, and a judgment that the level of potential output is slightly lower than previously assumed.



## Technical Box 1

**Actual Output Growth and Conventional Estimates of Potential Output Growth**

Potential output is the level of goods and services that the economy can produce on a sustained basis without adding to inflation pressures. It is not directly observable and must be estimated. The Bank estimates the conventional measure of potential output by decomposing movements in labour productivity and labour supply into their trend and cyclical components. The trend components of these two variables are then combined to generate a conventional measure of potential output. Movements in variables that can be observed directly—such as the labour participation rate, population growth, productivity growth, and wage and price inflation—are used to separate the trend and cyclical components in labour productivity and labour supply. Estimates of potential output are constantly updated as new data and the results of ongoing research become available.

The Bank's conventional measure of growth in potential output has fluctuated over time (Chart A), having declined from about 4 per cent in 1999 to about 2.5 per cent in 2002, following the downturn in the trend of labour productivity growth over that period.

The output gap is the difference between the levels—not the growth rates—of actual and potential output. It is a measure of the amount of excess supply or excess demand in the economy (see Chart 6). A large margin of uncertainty surrounds these conventional estimates of potential output and the output gap, and considerable care must be taken in interpreting them. Because of this uncertainty, the Governing Council also examines a broader set of indicators when forming a judgment about capacity pressure (see [www.bankofcanada/en/rates/indinf.html](http://www.bankofcanada/en/rates/indinf.html)).

Technical Box 2 deals with some of the factors that need to be taken into account in projecting future labour productivity growth and future potential output.

Chart A

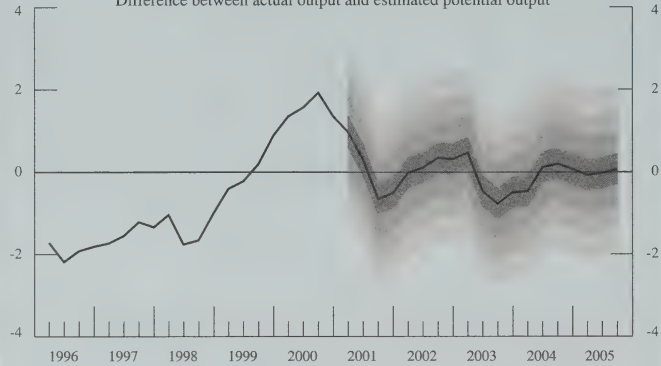
**Potential and Actual Output Growth**  
Quarter-over-quarter percentage change at annual rate



Chart 6

**Estimated Output Gap\***

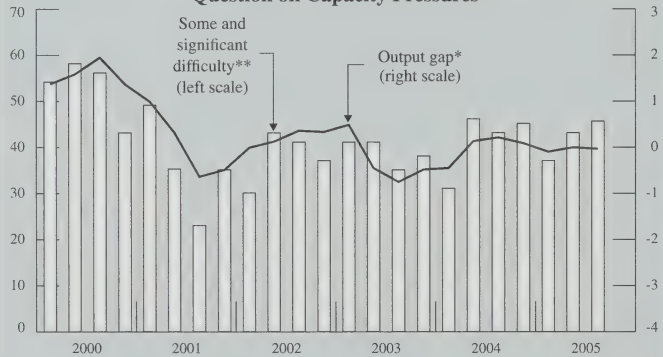
Difference between actual output and estimated potential output



\* The shading around the values of the estimated output gap shows (from darkest to lightest) confidence intervals of 25 per cent, 50 per cent, 75 per cent, and 95 per cent.

Note: The estimate for the third quarter of 2005 is based on a projected rise in output of 3 per cent (at annual rates) for the quarter.

Chart 7

**Estimated Output Gap and Response to *Business Outlook Survey* Question on Capacity Pressures**

\* Difference between actual output and estimated potential output. Note the estimate for the third quarter of 2005 is based on a projected rise in output of 3 per cent (at annual rates) for the quarter.

\*\* Percentage of firms indicating they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.

Companies always face the challenge of adjusting to changes in their economic environment. Strong competition from newly industrialized economies (particularly China), the appreciation of the Canadian dollar, and rising energy prices have made the adjustment process even sharper than usual. The resulting large changes in the relative prices of commodities and manufactured goods have given rise to sectoral and regional differences in economic growth.

Capacity constraints are most apparent in Western energy-producing provinces, where increases in oil and gas prices have raised revenues and generated gains in profits and investment. The sudden expansion in economic activity has created labour shortages—not just in the energy sector, but in other sectors that must compete for the same pool of workers.

The situation for the manufacturing sector is somewhat different. Since manufacturing firms export a significant portion of their output, the large appreciation of the Canadian dollar since 2002 has made their goods less competitive.

Adapting to these rapid changes in their competitive position has been difficult for many firms. Nonetheless, evidence from the Bank's surveys confirms that companies are adjusting to changing economic conditions. Moreover, the results of the Bank's latest *Business Outlook Survey* suggest that investment and hiring intentions remain strong across all regions and most sectors, and that, overall, companies remain positive about the outlook.

### Costs

The underlying rate of increase in wages, based on such measures as the average hourly earnings of permanent workers and hourly labour compensation in the business sector, appears to have been in a range between 2 1/2 and 3 1/2 per cent in recent months (Chart 8). At the same time, the year-to-year gain in hourly labour compensation in the business sector picked up to 2.7 per cent in the second quarter of 2005.

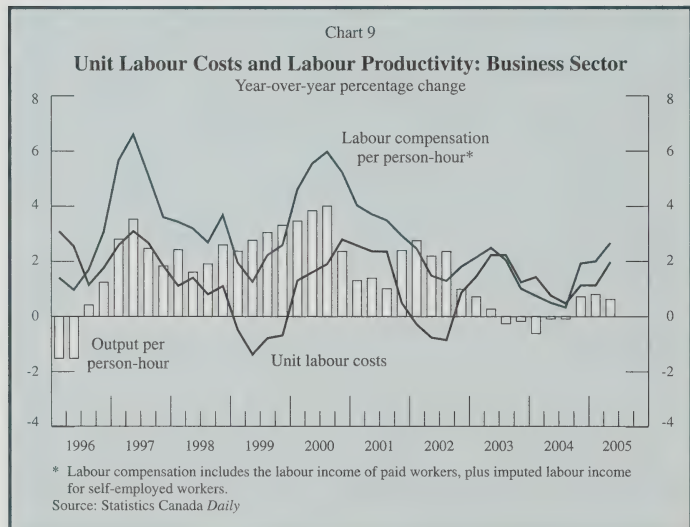
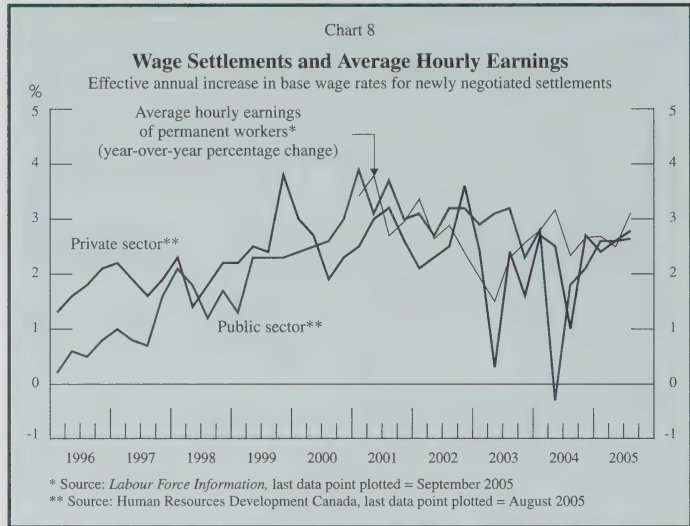
Labour productivity in the second quarter of 2005 was up only 0.6 per cent from its year-earlier level, after two years of virtually no growth. With this modest increase in productivity over the past year, unit labour costs in the business sector in the second quarter of 2005 were 2 per cent higher than year-earlier levels (Chart 9).

The persistence of the weakness in realized labour productivity growth is increasingly at odds with the Bank's assumption of 1 3/4 per cent growth in trend labour productivity, which underlies

*Sectoral and regional differences in economic growth are becoming more apparent as firms adjust to shifts in relative prices.*

*Unit labour costs in the second quarter were up 2 per cent from year-earlier levels.*

*Growth in labour productivity has been weak.*



our assumption of 3 per cent growth in potential output. Weakness in labour productivity growth has been broad based, showing up in the manufacturing, construction, and services sectors (Technical Box 2). While a number of sector-specific factors are contributing to this weakness, a common factor may be that the economy

## Technical Box 2

**Productivity Developments in Canada**

After growing at a robust 2.1 per cent annual rate between 1996 and 2000, labour productivity in the Canadian business sector slowed in the early part of this decade, and growth then averaged close to zero in 2003 and 2004. In the first half of 2005, productivity has picked up slightly, growing by about 0.7 per cent on a year-over-year basis.<sup>1</sup>

The strong growth in productivity in the latter part of the 1990s was largely associated with the manufacturing sector and the production of information and communications technologies (ICT) equipment, as well as an increase in the capital-labour ratio (capital deepening). Wholesale and retail trade also posted a strong performance.

The recent productivity slump reflects a marked slowing in both capital deepening and efficiency gains from using capital and labour. By sector, labour productivity growth initially slowed in manufacturing, followed by construction. The more pronounced slowing in business sector productivity growth in 2003 and 2004 came through the services sector. Weakness was widespread, but of particular note was the much lower growth in finance, insurance, and real estate.

The decreased productivity in construction could result from the use of less-experienced labour drawn into the sector in the face of sustained demand. Measurement issues and difficulties in effectively integrating ICT equipment may be playing a role in the decline in productivity within the services sector. Some of the recent weakness in productivity growth may also be a by-product of the adjustment of businesses and their workers to the appreciation of the Canadian dollar, higher energy prices, and new sources of competition, particularly from newly industrialized economies in Asia (see Technical Box 1, *April Report*).

Despite the recent poor performance in labour productivity growth, there are signs that it should strengthen. First, growth in manufacturing productivity began to increase in late 2004, owing to the resurgence of productivity growth in industries such as computer equipment, machinery, and transportation equipment. Second, investment spending has risen sharply, which should lead to further capital deepening. Third, as the adjustment process advances, and firms align their capital investments and labour inputs with global developments, productivity growth can be expected to recover.

With this in mind, the Governing Council continues to assume that trend labour productivity will increase at about 1 3/4 per cent, which, combined with growth in trend labour input of about 1 1/4 per cent, implies growth in potential output of 3 per cent. However, given that our best estimate is that potential growth has been running closer to 2.5 per cent in the past few years (as discussed in Technical Box 1) and that it may take time for the economy to fully adjust to the new relative price environment, the base-case projection described in Section 4 of this *Report* assumes that growth in potential output returns gradually to 3 per cent by 2007.

1. Analysts typically focus on productivity growth in the business sector because of problems in measuring productivity in the public sector. Nevertheless, over time, productivity growth in the total economy and in the business sector have been very similar.



has been working through significant adjustments to large changes in relative prices. Taken together, the observed weakness in labour productivity, the ongoing adjustments across sectors, and the evidence of capacity pressures all suggest that growth in trend labour productivity has been running below 1 3/4 per cent in the recent period and could take some time to return to that rate.

### Commodity prices and the terms of trade

*Canada's terms of trade continued to improve in the first half of 2005, but at a slower pace.*

The year-to-year rise in Canada's terms of trade eased substantially during the first half of 2005, as the global prices of many of Canada's exports of agricultural and industrial commodities stabilized. As a result, the chain price index for GDP (a broad price measure of the goods and services produced in Canada) rose 2.2 per cent between the second quarter of 2004 and the second quarter of 2005, which was considerably less than the year-to-year gain over much of the preceding year (Chart 10).

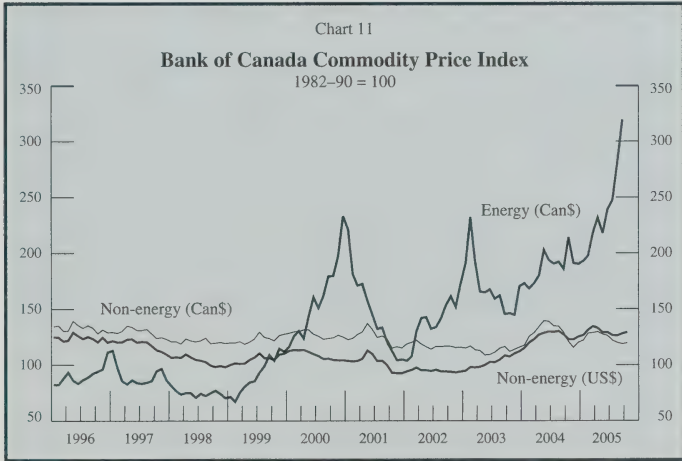
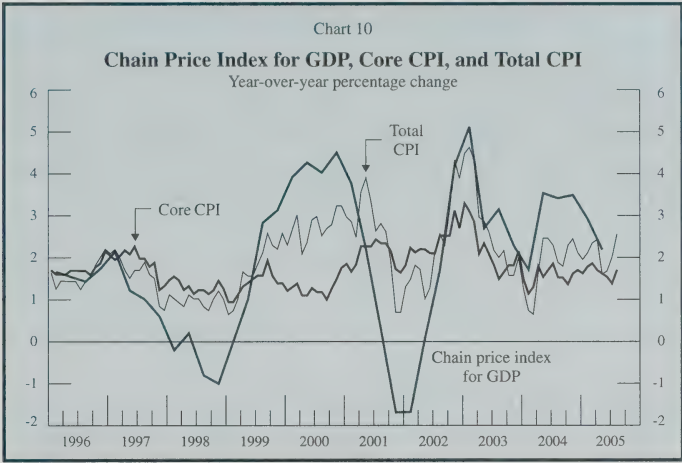
*Natural gas prices have increased significantly . . .*

Crude oil prices, which were US\$58 per barrel at the time of the July *Update*, averaged US\$63 per barrel in the 10 days ending on 14 October 2005. The large increase in crude oil prices since the end of 2003 has resulted mainly from a substantial rise in the global demand for energy. Natural gas prices have surged in recent months, moving from just under US\$8 per MMBtu at the time of the July *Update*, to about US\$14 per MMBtu in the 10 days ending on 14 October, owing to hurricane-related supply disruptions in U.S. production, as well as the effects of particularly hot summer weather in the United States on electricity demand and, hence, on the demand for natural gas.

*. . . while, overall, the prices of non-energy commodities are largely unchanged.*

Overall, the prices of non-energy commodities have changed little since mid-2005 (Chart 11). Lumber prices have eased as a result of increased supplies. At the same time, the impact of several strikes constrained supply and contributed to a further rise in metals prices.

The substantial increases in the prices of natural gas and crude oil since mid-2005 are expected to lead to an improvement in Canada's terms of trade and real income, resulting in further pronounced gains in corporate profits.



### 3. FINANCIAL DEVELOPMENTS

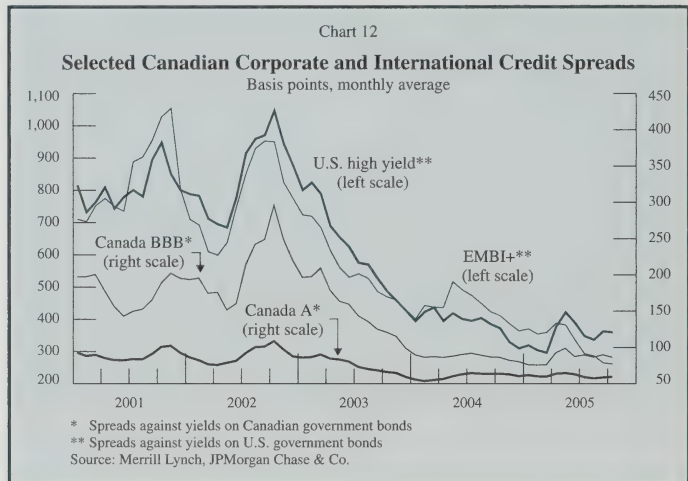
*Risk premiums are low, and credit growth remains solid.*

Since the April *Monetary Policy Report*, financing conditions have continued to be favourable, and risk premiums have remained low.<sup>2</sup> Business and household credit continue to advance at a steady pace. The Canadian dollar has appreciated against the U.S. dollar and other major currencies over the same period.

#### Credit conditions

*Canadian bond yields and credit spreads have remained low for borrowers . . .*

Business-credit conditions have remained advantageous for borrowers since the April *Report*, both in Canada and globally. In financial markets, corporate bond yields and credit spreads have remained low for both investment-grade and non-investment-grade borrowers (Chart 12). Narrow credit spreads reflect healthy corporate balance sheets, continued investor demand for higher-yielding securities, and a high level of liquidity in global financial markets. Easy access to capital markets is indicated by the robust growth in the gross issuance of corporate bonds.



*. . . and the TSX composite index has risen since April.*

Equity markets in the United States are broadly unchanged from the time of the April *Report*, but most other major equity markets have risen, partly reflecting strong corporate profits. In

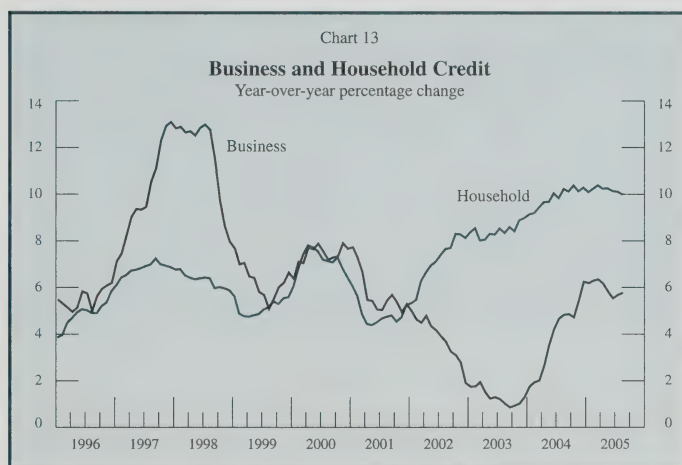
2. Since discussion of financial developments was limited in the July *Update*, this section reviews developments since the April *Monetary Policy Report*.

Canada, the TSX composite index increased by about 9 per cent, led by gains in energy-sector stocks over the period.

Total business credit continued to grow at about 6 per cent per annum (Chart 13). Growth in both short-term and long-term business credit remains solid. One factor driving the demand for credit has been investment to enhance efficiency. Investments aimed at increasing capacity appear to be primarily in the energy sector.

On the household side, strong consumption and activity in the housing market continue to be supported by rapid growth in total household credit (Chart 13). Robust employment growth and low interest rates continue to keep household balance sheets healthy, as indicated by a historically low debt-servicing ratio and a low delinquency rate.

*Business and household credit continue to grow.*



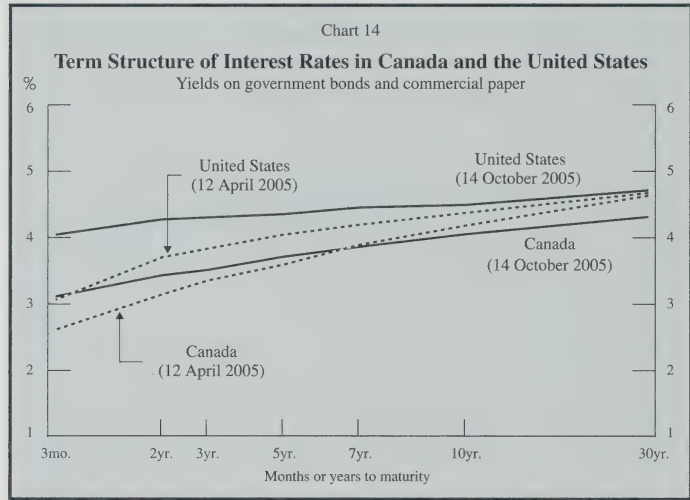
## Yield curves and the exchange rate

Yields on short-term U.S. bonds have risen, while those on longer-term issues have moved up modestly since the *April Report* (Chart 14). The increase in yields at the short end mainly reflects increases in the federal funds rate, which now stands at 3.75 per cent. U.S. federal funds futures currently imply a policy rate of 4.25 per cent by the end of 2005, a level that is modestly higher than was implied by futures prices at the time of the last *Report*.

The low level of yields on long-term bonds in the United States and in most industrial countries seems to be largely explained by factors pushing up desired global savings relative to business investment.

*Canadian policy rates remain below those in the United States.*

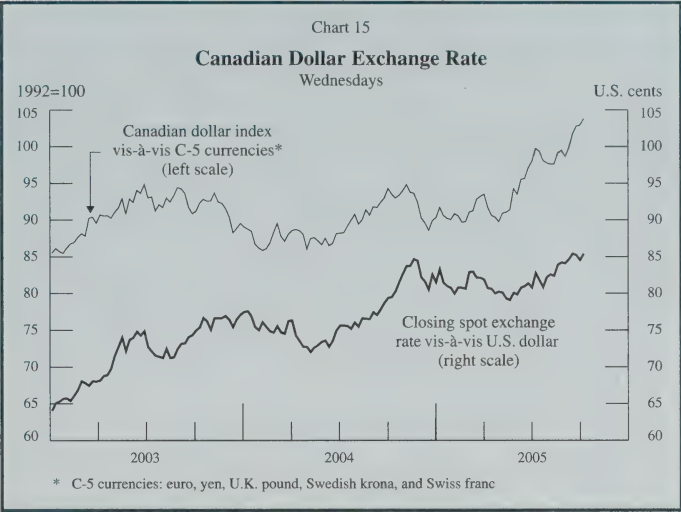
Canadian policy rates remain below those in the United States. This has resulted in a wider differential between U.S. and Canadian interest rates across the yield curve. Yields on two-year Canadian bonds are approximately 80 basis points below those on U.S. Treasuries, compared with 60 points lower at the time of the April Report. Yield spreads on longer-term bonds have also continued to widen.



*The Canadian dollar has recently moved into a trading range of 84 to 86 cents U.S.*

After trading in a range of 79 to 83 cents U.S. for most of 2005, the Canadian dollar has been trading in a higher range of 84 to 86 cents U.S. since late summer (Chart 15). Most other major currencies have weakened against the U.S. dollar over that same period. As a result, the Canadian dollar has risen more sharply against other major currencies. The recent strength in the Canadian dollar appears to be underpinned by fundamental factors, including higher energy prices and Canada's generally solid economic performance.





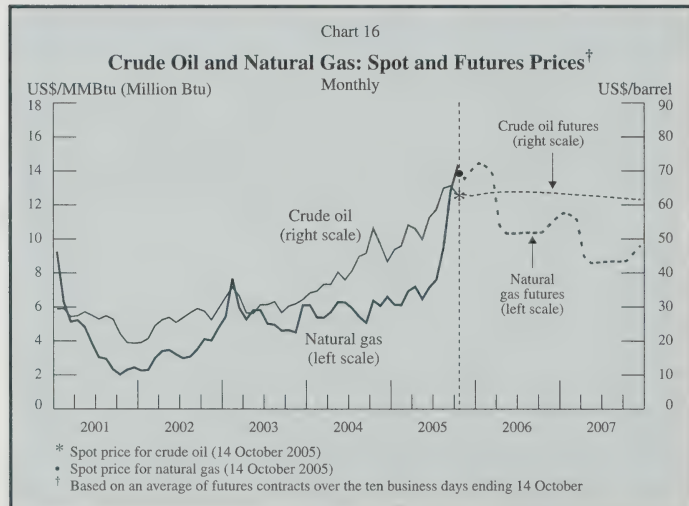
## 4. THE OUTLOOK

The outlook begins with a base-case projection for the global and Canadian economies and for inflation. The base case has been developed assuming energy prices consistent with current futures prices; a smooth and orderly resolution of global imbalances over the medium term, involving a modest and gradual further real effective depreciation of the U.S. dollar; and a relatively stable Canada-U.S. exchange rate over the policy horizon. This is followed by a discussion of the risks surrounding the projection. These risks are particularly noteworthy as we look to 2007 and beyond, given the uncertainties related to the manner in which global imbalances will be unwound.

### International background

In the Bank's base-case projection, the profile for crude oil and natural gas prices is based on current futures prices. This implies that the price for crude oil will be just below US\$65 per barrel through 2006 and 2007. Natural gas prices are assumed to remain at or above US\$10 per MMBtu through 2007Q1 before falling below US\$10 per MMBtu through the rest of 2007 (Chart 16). These higher energy prices are expected to have a small restraining effect on both aggregate supply and demand in the global economy.

Real prices for non-energy commodities are assumed to remain near current levels through 2006 and 2007, since supply is expected to expand roughly in line with demand.



The base-case outlook for GDP growth in the United States and in the major overseas economies suggests that the global economy will continue to expand at about 4 per cent per year over the projection horizon (Table 1).

Economic growth in Asia is expected to remain robust, despite higher energy prices. China and the other Asian newly industrialized economies continue to expand rapidly, and will continue to do so over the next few years. As well, the economic expansion in Japan appears to be building momentum. The rate of inflation in Japan is expected to turn positive by the end of 2006.

In contrast, growth in euro zone economies remains sluggish and is expected to average 1.2 per cent in 2005, a somewhat weaker performance than anticipated at the time of the last *Report*. Economic activity in the euro zone has not been as strong as expected, partly reflecting uncertainty concerning labour market and other structural reforms, as well as higher energy prices. GDP growth in the euro zone is projected to pick up gradually over the next two years as domestic demand recovers.

Data on the U.S. economy suggest that growth has been relatively strong. Real U.S. GDP expanded at an annual rate of 3.3 per cent in the second quarter of 2005. Monthly indicators support a further pickup in activity in the third quarter, led by particularly robust housing activity and consumer spending. The effects of Hurricane Katrina and higher energy prices will, however, have a dampening impact on the U.S. economy for the remainder of this year.

Accordingly, U.S. GDP is expected to grow by 3.5 per cent in 2005, somewhat less than the 3.7 per cent anticipated at the time of the July *Update*. Economic activity is expected to pick up slightly in 2006, as the adverse effects of higher energy prices are more than fully offset by increased construction associated with the cleanup and rebuilding of storm-damaged areas.<sup>3</sup> In 2007, the U.S. economy is expected to slow modestly, as domestic demand retreats, owing to increases in U.S. policy rates and increased household and government savings.

This base-case projection assumes that global imbalances will be resolved over an extended period, with relatively modest year-to-year movements. Thus, the U.S. current account deficit, which is largely matched by surpluses in Asia and in oil-exporting countries,

*Economic growth is expected to remain strong in Asia . . .*

*. . . but has been weaker than expected in the euro area.*

*U.S. GDP growth is expected to remain solid in 2006 and 2007.*

3. Overall growth in U.S. real GDP in 2005 is expected to be reduced by 0.1 per cent at annual rates as a result of the economic disruption caused by Hurricane Katrina. In 2006, real GDP growth is projected to be 0.1 per cent higher, owing to the reconstruction effort, but growth could be slightly stronger, depending on the extent of the reconstruction funded by the federal government.

starts to gradually unwind in 2007. This unwinding involves increased domestic demand in Asia, Europe, and oil-exporting countries in 2007; an increase in private and public savings in the United States; and a further real effective depreciation of the U.S. dollar, which shifts demand towards U.S. exports and reduces the U.S. demand for foreign imports.

**Table 1**  
**Global Growth Projections**

	Share of real global GDP <sup>a</sup> (per cent)	Expected growth (per cent) <sup>b</sup>		
		2005	2006	2007
United States	21	3.5 [0.74]	3.6 [0.76]	3.2 [0.67]
European Union	19	1.2 [0.25]	1.7 [0.32]	2.2 [0.42]
Japan	7	1.7 [0.12]	1.6 [0.11]	2.2 [0.15]
China and Asian NIEs <sup>c</sup>	17	7.9 [1.34]	7.2 [1.22]	7.2 [1.22]
Others	36	4.3 [1.63]	4.3 [1.55]	4.3 [1.55]
World	100	4.0	4.0	4.0

a. GDP shares are based on the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2004. Source: IMF, WEO Database, April 2005

b. Numbers in square brackets represent the contribution of each region to the global economic growth rate in percentage points.

c. NIEs are newly industrialized economies. These include Hong Kong (Special Administrative Region), South Korea, Taiwan (Province of China), and Singapore.

Source: Bank of Canada

## Aggregate demand and supply in Canada

*Solid growth in final domestic demand is expected to support economic expansion in Canada through 2007.*

In the base-case projection for Canada, solid growth in final domestic demand is expected to continue to contribute importantly to economic expansion in the second half of 2005 and through 2006 and 2007.

Several factors point to further strong increases in business investment. These include an expanding global economy and indications that energy and non-energy commodity prices will remain high for some time, the high rate of capacity utilization in a number of capital-intensive industries, continued favourable financial conditions, strong profit levels and balance sheets, and earlier reductions in the prices of imported machinery and equipment.

After a substantial advance in 2005, consumer spending is expected to rise solidly through 2006 and 2007, albeit at a more modest pace than in 2005 and somewhat less than projected in the *July Update* (Table 2). Higher energy prices will tend to dampen

*A solid pace of growth in consumer expenditures is projected in 2006 and 2007 . . .*

**Table 2**  
**Contributions to Average Annual Real GDP Growth**  
Percentage points\*

	2005	2006	2007
Consumption	2.2 (2.2)	1.6 (1.8)	1.7
Housing	0.3 (0.2)	-0.2 (-0.2)	0
Government	0.7 (0.8)	1.0 (1.0)	0.9
Business fixed investment	0.9 (0.9)	0.8 (0.8)	0.6
<i>Subtotal: Final domestic demand</i>	4.1 (4.1)	3.2 (3.4)	3.2
Exports	1.3 (1.4)	2.1 (2.2)	1.6
Imports	-2.7 (-2.8)	-2.3 (-2.2)	-1.8
<i>Subtotal: Net exports</i>	-1.4 (-1.4)	-0.2 (0)	-0.2
Inventories	0.1 (0)	-0.1 (-0.1)	0
GDP	2.8 (2.7)	2.9 (3.3)	3.0

\* Figures in parentheses are from the scenario in the July Update.

consumption growth (Technical Box 3), as will the slightly lower income growth from the lower assumed profile for potential output. Nonetheless, still-robust gains in real incomes and relatively low long-term interest rates should help support the pace of consumer spending in 2006 and 2007. Consumer confidence, which recently fell in the immediate wake of hurricanes in the United States, is expected to recover. Housing investment is expected to be little changed, on balance, following strong increases in recent years.

The base-case outlook continues to incorporate an assumption of relatively strong growth in total spending on goods and services by all levels of government combined, with overall spending on goods, services, and transfers rising at about the same rate as revenues.

With continued strong growth in the U.S. economy, exports are expected to continue to rise, while strong investment in machinery and equipment will continue to stimulate imports. The adjustment of exports and imports to the appreciation of the Canadian dollar through 2003 and 2004 is now well advanced. But, on the assumption that the Canadian dollar continues to trade in its recent range of 84 to 86 cents U.S., there will be further effects on trade. While there is considerable uncertainty regarding the speed and magnitude of the effects of exchange rate movements on net exports, on balance, net exports are expected to exert a small drag on overall growth through 2006 and 2007. This is a somewhat weaker track

... while net exports will exert a small drag.



## Technical Box 3

**The Economic Effects of Higher Energy Prices for Canada**

Fluctuations in the global prices of energy commodities affect economic activity through various channels (Stuber 2001). As a net exporter of oil, petroleum products, and natural gas, Canada would see its terms of trade, and therefore its real income, increase as energy prices rise. But since most of Canada's important trading partners are net importers of energy, higher energy prices could be expected to reduce their demand for Canada's exports. Energy-price increases would also raise the operating costs of Canadian businesses and reduce the real incomes of households, while transferring income to oil and gas producers.

Energy-price movements importantly affect the composition of aggregate demand in Canada and have differing sectoral and regional effects.

A sustained increase in the price of West Texas Intermediate crude oil of US\$10 per barrel could directly raise Canada's real income by close to 0.3 per cent. It is estimated that aggregate activity in Canada could edge up by about 0.1 per cent after three years, as capital spending by oil and gas companies and spending by governments gradually increase (Table A).<sup>1,2</sup> On the other hand, exports, consumer spending, and investment by non-energy firms would likely be somewhat lower. In the short run, aggregate activity would likely be lower by about 0.1 per cent, as decision, planning, and regulatory lags, together with tight markets for many inputs (including labour), would probably limit the initial response of the energy sector to increased revenues.

A sustained 20 per cent rise in the U.S.-dollar price of natural gas is estimated to raise aggregate activity in Canada by a somewhat larger amount after three years—about 0.2 per cent. The adverse effects of higher natural gas prices on U.S. demand for Canadian products would be expected to be considerably smaller than those of a similar oil-price increase, since the United States is much less dependent on natural gas imports than on foreign supplies of crude oil and petroleum products.

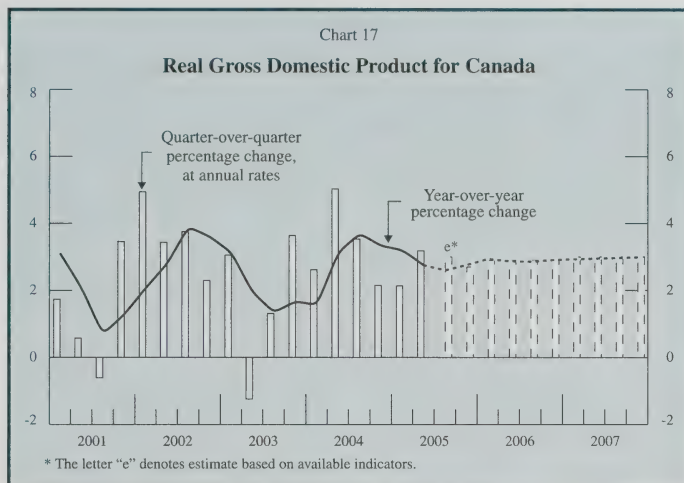
**Table A**  
**Estimated Impact of an Increase of US\$10 per Barrel in Oil Prices on**  
**Canada's Real GDP and Its Components**  
Percentage difference from control level

	After four quarters	After twelve quarters
Consumption	-0.1	-0.05
Government spending*	+0.1	+0.5
Business fixed investment	+0.4	+0.8
Exports	-0.4	-0.4
Imports	-0.2	-0.1
GDP	-0.1	+0.1

\* It is assumed that the increased government revenues stemming from higher oil prices are either saved or spent on goods and services. Part of these higher revenues might instead be returned to households in the form of either increased transfer payments or reduced taxes. The estimated impact on consumption would then be less negative than shown in Table A, while the impact on government spending would be less positive. The overall effect on economic activity should be largely unchanged.

1. The estimates shown in Table A are based on an extension of the analysis undertaken in Stuber (2001). First, the effects of an oil-price increase on the incomes of energy and non-energy businesses, households, and the government sector are assessed, along with their impact on foreign demand for Canadian products. These effects, together with assumptions for the marginal propensities to spend and to import, are then used to estimate the effect of the oil-price increase on the various components of GDP.

2. Factors that have limited the actual increase in the profits of oil and gas companies over the past year, as the prices of energy commodities rose, have included the further appreciation of the Canadian dollar, oil-price hedging programs, and weakness in the price of heavy crude oil relative to that of light crude.



for net exports in 2006 than that in the July *Update*, owing largely to the stronger Canadian dollar.<sup>4</sup>

The Bank's base-case projection therefore calls for economic growth, on an average annual basis, to be 2.8 per cent in 2005 rising gradually to 2.9 per cent in 2006 and to 3.0 per cent in 2007. This is in line with the latest Consensus Economics outlook. The outlook for growth is a little higher in 2005 and a little lower in 2006 than at the time of the July *Update*, reflecting the elimination of the output gap and a modest reduction in the assumed growth rate of potential output through 2005 and 2006.<sup>5</sup>

On a quarterly basis, the Bank projects that real GDP growth will edge down to about 3.0 and 2.7 per cent in the third and fourth quarters of 2005, respectively. It will then increase modestly to close to 3 per cent over the four quarters of 2006 and through 2007 (Chart 17, Table 3). This base-case projection incorporates some further reduction in monetary stimulus to maintain a balance between aggregate supply and demand in the Canadian economy and thus keep inflation on target. The economy continues to operate at about its production capacity throughout the projection horizon.

*Canada's GDP is projected to grow, on average, by about 2.8 per cent in 2005, 2.9 per cent in 2006, and 3 per cent in 2007 . . .*

*. . . with the economy operating at its production capacity over the projection horizon.*

4. Somewhat weaker growth in U.S. GDP resulting from Hurricane Katrina is expected to dampen Canadian net exports in the third and fourth quarters of 2005, but the effect will be muted, since half of the negative impact in the United States will be in the three affected states that, together, account for only about 1 per cent of total Canadian exports.

5. As discussed in Technical Box 2, while we have retained the assumption that potential output will grow at 3 per cent for 2007, it is assumed to grow at 2.8 per cent in 2005 and 2.9 per cent in 2006, reflecting recent low productivity growth and the significant amount of adjustment taking place in the Canadian economy in response to large relative price changes.

## The base-case projection for inflation

*While indicators of near-term inflation expectations have edged up, longer-term measures remain well anchored to 2 per cent.*

*Total CPI inflation is projected to average close to 3 per cent for the rest of 2005 and for the first half of 2006, before returning to the 2 per cent target in the second half of 2006.*

*Core inflation is expected to average about 1.6 per cent over the remainder of 2005 . . .*

*. . . before returning to 2 per cent by mid-2006.*

Although most indicators of near-term inflation expectations that the Bank follows have edged up in recent months, key medium- and longer-term measures remain well anchored to the 2 per cent target. While 70 per cent of firms in the Bank's autumn *Business Outlook Survey* expect CPI inflation to be within a range of 1 to 3 per cent, on average, over the next two years, the percentage of respondents expecting inflation to be above 3 per cent rose appreciably from the preceding survey. Nevertheless, the average private sector forecast for total CPI inflation over the longer term is near 2 per cent (Consensus Economics Inc. 2005).

Total CPI inflation is projected to average near to 3 per cent for the rest of 2005 and for the first half of 2006, before returning to the 2 per cent target in the second half of 2006. For the next year or so, total CPI will continue to be importantly affected by recent developments in the market for crude oil, natural gas, gasoline, and heating oil (Chart 16). While gasoline prices, on a month-to-month basis, are expected to ease somewhat through to early 2006, consumer prices for natural gas are projected to increase considerably over the same period, as recent increases in wholesale prices become reflected in regulated prices and contracts.

Core inflation is projected to continue to average close to 1.6 per cent through to the end of 2005. The past appreciation of the Canadian dollar, together with expected ongoing reductions in the world prices of some consumer goods (owing to increasing supplies from countries such as China) and some temporary effects related to automobile prices, are exerting some downward pressure on inflation.

With the economy expected to be operating at production capacity and inflation expectations well anchored, total CPI inflation should decrease to the 2 per cent target in the second half of 2006. The core rate is projected to rise to 2 per cent by mid-2006 and to remain there through 2007 (Table 3), owing to these same factors. This assumes that there is little pass-through from higher oil and natural gas prices and the recent appreciation of the Canadian dollar into core inflation, consistent with experience in recent years.

Increases in average hourly earnings of permanent workers are expected to rise over the projection period. At the same time, however, with a significant improvement in the growth of labour productivity, the projected year-to-year increase in unit labour costs over this period, should remain around 2 per cent.

**Table 3**  
**Summary of the Base-Case Projection\***

	2005		2006			2007	
	Q3	Q4	Q1	Q2	H2	H1	H2
Real GDP (quarter-to-quarter percentage change at annual rates)	<b>3.0</b> (2.7)	<b>2.7</b> (3.3)	<b>2.9</b> (3.5)	<b>2.9</b> (3.5)	<b>2.9</b> (3.3)	<b>3.0</b>	<b>3.0</b>
Real GDP (year-over-year percentage change)	<b>2.6</b> (2.4)	<b>2.8</b> (2.6)	<b>2.9</b> (3.0)	<b>2.9</b> (3.2)	<b>2.9</b> (3.4)	<b>2.9</b>	<b>3.0</b>
Core inflation (year-over-year percentage change)	<b>1.6</b> (1.7)	<b>1.6</b> (1.7)	<b>1.7</b> (1.8)	<b>1.9</b> (1.8)	<b>2.0</b> (1.9)	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>
Total CPI (year-over-year percentage change)	<b>2.7</b> (2.2)	<b>2.9</b> (2.4)	<b>2.8</b> (2.5)	<b>2.8</b> (2.5)	<b>2.0</b> (2.0)	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>
WTI ** (level)	<b>63</b> (60)	<b>63</b> (61)	<b>64</b> (61)	<b>64</b> (61)	<b>64</b> (60)	<b>63</b>	<b>62</b>

\* Figures in parentheses are from the July *Monetary Policy Report Update*.

\*\* Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 14 October 2005

## Risks to the base-case projection

The base-case projection incorporates a number of assumptions: global energy prices evolve in line with current futures prices; productivity growth in Canada continues to recover; there is little feed-through from higher oil and gas prices into core inflation; there is a gradual unwinding of global imbalances; and the Canadian dollar continues to trade in its recent range relative to the U.S. dollar. Clearly there are risks and uncertainties around each of these assumptions.

Over the next four to six quarters, risks to the base-case projection for Canada appear to be balanced. There are both upside and downside risks to global economic activity, stemming primarily from future energy prices and the pace of growth in China. For Canada, these global risks could affect the evolution of net exports, commodity prices, and the exchange rate.

Adjustment to the appreciation of the Canadian dollar, higher commodity prices, and increased competition from China and other newly industrialized economies is so far proceeding in line with expectations. However, there are still both upside and downside risks to exports and imports as this continuing adjustment unfolds.

The ongoing adjustment and large relative price changes also pose some risks to the outlook for inflation. While the balance of indicators suggests that the economy is operating at its production



potential, sectoral and regional shifts occurring in the Canadian economy make the overall assessment of capacity pressures particularly complex. With the economy operating at its production potential, there is also the risk that higher energy costs could feed through more broadly to the prices of non-energy goods and services, increasing the upward pressure on inflation. The risk of this affecting longer-term inflation expectations should be mitigated, however, by monetary policy clearly focused on achieving the 2 per cent target.

*Looking to 2007 and beyond*, there are risks related to the manner in which global imbalances will be unwound. The imbalances remain sizable, and the longer they persist without appropriate policy actions being taken, the higher is the risk that their resolution could involve a period of weakness in worldwide aggregate demand.

The principal risk is that, as the savings rates of households and governments begin to rise in the United States, domestic demand elsewhere in the world fails to pick up sufficiently to sustain global demand. Uncertainty related to structural reform appears to have resulted in increased precautionary savings in significant parts of Europe, while in China the need to self-insure against health risks and to provide for education costs is leading households to save a very large proportion of their income gains. More recently, higher oil prices are shifting current account surpluses towards oil-exporting countries, which may dampen global demand if these increased oil revenues do not translate sufficiently into increased import demand by these countries. For the base-case projection to be realized, U.S. consumers and governments need to spend less and save more, and policy actions need to be taken elsewhere to encourage stronger domestic demand.

There is also the risk of an abrupt and disorderly adjustment. This would likely involve large movements in exchange rates and other asset prices and a sharp slowing in the world economy. The economic cost for the world economy would be greater if some countries resist fundamental exchange rate movements or if there is a rise in protectionism.

For Canada, the risks of weaker global demand beginning some time in 2007 would imply less demand for Canadian products, less buoyancy in commodity prices and, hence, less growth in business investment. A sharp depreciation of the U.S. dollar against the Canadian dollar, as part of a broader currency adjustment, would further exacerbate the negative impact on the demand for Canadian-produced goods. Such weaker demand would have implications for the conduct of monetary policy.



## BIBLIOGRAPHY

- Bank of Canada. 1991. "Targets for reducing inflation: Announcements and background material." *Bank of Canada Review* (March): 3–21.
- \_\_\_\_\_. 1991. "Targets for reducing inflation: Further operational and measurement considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3–23.
- \_\_\_\_\_. 2001. "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target." Press Release (17 May 2001) and Background Information. Reprinted in *Bank of Canada Review* (Summer): 57–67.
- Canada. Statistics Canada. *Labour Force Information*. Statistics Canada Catalogue No. 71-001-XWE (monthly). Ottawa.
- Consensus Economics Inc. 2005. *Consensus Forecasts*. Various issues.
- Crawford, A. 2001. "Predictability of Average Inflation over Long Time Horizons." *Bank of Canada Review* (Autumn): 13–20.
- Macklem, T. 2001. "A New Measure of Core Inflation." *Bank of Canada Review* (Autumn): 3–12.
- Stuber, G. 2001. "The Changing Effects of Energy-Price Shocks on Economic Activity and Inflation." *Bank of Canada Review* (Summer): 3–14.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; email: [publications@bankofcanada.ca](mailto:publications@bankofcanada.ca)  
website: [www.bankofcanada.ca](http://www.bankofcanada.ca)







## BIBLIOGRAPHIE

Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada* (mars), p. 3-21.

\_\_\_\_\_. (1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada* (septembre), p. 3-23.

\_\_\_\_\_. (2001). « Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la réduction de la cible de maîtrise de l'inflation », communiqué du 17 mai 2001 et documents d'information reproduits dans la *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 67-79.

Canada. Statistique Canada. *Information population active*, publication mensuelle n° 71-001-XWF au catalogue de Statistique Canada, Ottawa.

Consensus Economics Inc. (2005). *Consensus Forecasts* (divers numéros). Crawford, A. (2001). « La prévisibilité du taux moyen d'inflation en longue période », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 15-22.

Macklem, T. (2001). « Une nouvelle mesure de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-14.

Stubber, G. (2001). « Le caractère évolutif de l'incidence des chocs énergétiques sur l'activité économique et sur l'inflation », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 3-16.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : 613 782-8248  
 Adresse électronique : publications@Banqueducanada.ca  
 Site Web : www.banqueducanada.ca



demande mondiale. L'incertitude liée aux réformes structurelles semble avoir eu pour résultat de renforcer l'épargne de précaution dans une bonne partie de l'Europe, alors qu'en Chine, la nécessité de s'autoassurer en matière de soins de santé et de pourvoir financièrement à l'éducation des enfants amène les ménages à mettre de côté une très grande part de leurs revenus. Plus récemment, le renchérissement de l'or noir a entraîné un déplacement des excédents de la balance courante vers les pays exportateurs de pétrole, ce qui pourrait faire diminuer la demande à l'échelle du globe si l'accroissement des revenus que ces pays tirent du pétrole ne se traduit pas par une hausse suffisante de leur demande d'importations. Pour que les projections du scénario de référence se réalisent, les consommateurs et les administrations publiques aux États-Unis doivent dépenser moins et épargner davantage, et les politiques appliquées par les autorités ailleurs dans le monde doivent stimuler la demande intérieure.

Le processus d'ajustement risquerait également d'être abrupt et désordonné. En pareil cas, il y aurait probablement d'importantes variations des taux de change et des prix d'autres actifs ainsi qu'un ralentissement marqué de l'activité à l'échelle internationale. Si certains pays devaient résister aux mouvements fondamentaux des taux de change ou que le protectionnisme s'intensifiait, les coûts de l'ajustement seraient plus élevés pour l'économie mondiale.

Pour le Canada, un affaiblissement de la demande mondiale débutant dans le courant de 2007 signifierait que la demande des produits qu'il fabrique fléchirait, que les prix des produits de base seraient moins vigoureux et donc que la croissance des investissements des entreprises se tasserait. Une dépréciation prononcée du billet vert par rapport au dollar canadien, dans le cadre d'un réalignement plus généralisé des devises, ne ferait qu'exacerber ces effets négatifs sur la demande des biens en provenance du Canada. Un tel recul de la demande aurait une incidence sur la conduite de la politique monétaire.

la montée des prix du pétrole et de l'essence aura peu de répercussions sur l'inflation mesurée par l'indice de référence; les déséquilibres mondiaux se résorberont graduellement; et le dollar canadien continuera de s'échanger contre le dollar américain à l'intérieur de la fourchette observée récemment. De toute évidence, certains risques et incertitudes entourent chacune de ces hypothèses.

*Au cours des quatre à six prochains trimestres*, les risques qui pèsent sur les perspectives de l'économie canadienne semblent équilibrés. L'activité à l'échelle du globe reste sous la menace de risques tant à la hausse qu'à la baisse, qui tiennent principalement aux cours futurs de l'énergie et au rythme d'expansion de la Chine. Pour le Canada, ces risques mondiaux pourraient avoir un effet sur l'évolution des exportations nettes, des prix des produits de base et du taux de change.

Jusqu'à maintenant, le processus d'ajustement à l'appréciation du dollar canadien, au renchérissement des produits de base et à la concurrence accrue de la Chine et d'autres économies nouvelles ment industrialisées s'opère comme prévu. Toutefois, il existe des risques aussi bien à la hausse qu'à la baisse sur le profil de croissance des importations et des exportations.

L'ajustement en cours et les fortes modifications des prix relatifs laissent aussi planer des risques sur les perspectives en matière d'inflation. Si, dans l'ensemble, les indicateurs donnent à penser que l'économie tourne à son plein potentiel, les déplacements de l'activité qui se produisent en ce moment entre les divers secteurs et régions du Canada rendent particulièrement complexe l'évaluation générale des pressions s'exerçant sur la capacité de production. Comme l'économie tourne à son plein potentiel, il y a aussi un risque que les coûts accrus de l'énergie se répercutent de façon plus large sur les prix des produits et des services non énergétiques, ce qui augmenterait les pressions inflationnistes. Toutefois, la conduite d'une politique monétaire clairement axée sur l'atteinte de la cible de 2 % devrait atténuer le risque que cette situation ait une incidence sur les attentes d'inflation à long terme. À compter de 2007, les risques concernent la manière dont les déséquilibres mondiaux seront résorbés. Ces derniers restent considérables et plus ils perdurent en l'absence de politiques publiques appropriées, plus il est à craindre que leur résorption donne lieu à une période de faible expansion de la demande globale à l'échelle mondiale.

Le principal risque est qu'au moment où les taux d'épargne des ménages et des administrations publiques commenceront à augmenter aux États-Unis, la croissance de la demande intérieure dans les autres pays ne s'accélère pas assez pour soutenir la

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait s'établir, en moyenne, à près de 3 % pour le reste de l'année et au premier semestre de 2006, avant de revenir à la cible de 2 % au cours de la prochaine année environ, on prévoit que l'IPC global demeurera grandement influencé par l'évolution récente des cours du pétrole brut, du gaz naturel, de l'essence et du mazout (Graphique 16). Bien que l'on s'attende à ce que les prix de l'essence s'inscrivent quelque peu en baisse, en glissement mensuel, jusqu'au début de 2006, les prix à la consommation du gaz naturel devraient monter considérablement sur cette même période, à mesure que la flambée observée dernièrement dans les prix de gros commencera à se refléter dans les contrats et les prix réglementés.

La Banque projette que l'inflation mesurée par l'indice de référence restera à près de 1,6 %, en moyenne, durant le reste de l'année 2005. L'appréciation passée du dollar canadien, combinée à la poursuite prévue du recul des prix mondiaux de certains biens de consommation (attribuable à la croissance de l'offre en provenance de pays comme la Chine) et à certains effets temporaires du niveau des prix des véhicules automobiles, tire le taux d'inflation un peu vers le bas.

Vu la pleine utilisation attendue des capacités au sein de l'économie et le solide ancrage des attentes d'inflation, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait descendre à la cible de 2 % durant le second semestre de 2006. On estime que ces mêmes facteurs pousseront le taux d'augmentation de l'indice de référence à 2 % d'ici le milieu de l'an prochain et qu'ils le maintiendront à ce niveau tout au long de 2007 (Tableau 3). Ces prévisions supposent que le renchérissement du pétrole et du gaz naturel ainsi que l'appréciation récente du dollar canadien auront peu de répercussions sur l'indice de référence, comme on a pu l'observer ces dernières années.

Les hausses du salaire horaire moyen des employés permanents devaient s'accroître pendant l'horizon sur lequel porte la projection. Parallèlement, en raison des gains appréciables attendus au chapitre de la progression de la productivité du travail, le taux d'accroissement sur douze mois des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait demeurer à environ 2 % au cours de cette période.

## Les risques pesant sur le scénario de référence

Le scénario de référence se fonde sur un certain nombre d'hypothèses : l'évolution des cours mondiaux de l'énergie cadrera avec celle des prix actuels des contrats à terme; la croissance de la productivité au Canada poursuivra son redressement;

Le scénario de référence en matière d'inflation

Bien que la plupart des mesures des attentes relatives à l'inflation en courte période que la Banque surveille aient augmenté légèrement au cours des derniers mois, les principaux indicateurs du taux anticipé à moyen et à long terme demeurent solidement ancrés à la cible de 2 %. Selon les résultats de l'Enquête sur les perspectives des entreprises publiés par la Banque cet automne, 70 % des firmes sondées estiment que l'inflation mesurée par l'IPC global bal se maintiendra à l'intérieur d'une fourchette de 1 à 3 %, en moyenne, durant les deux prochaines années; cependant, la proportion des répondants qui pensent que l'inflation sera supérieure à 3 % a crû sensiblement depuis l'enquête précédente. Néanmoins, le taux d'accroissement de l'IPC global projeté par les prévisionnistes du secteur privé en longue période avoisine les 2 % (Consensus Economics Inc., 2005).

Bien que les mesures des attentes relatives à l'inflation à court terme aient augmenté légèrement, les indicateurs à plus long terme demeurent solidement ancrés à la cible de 2 %.

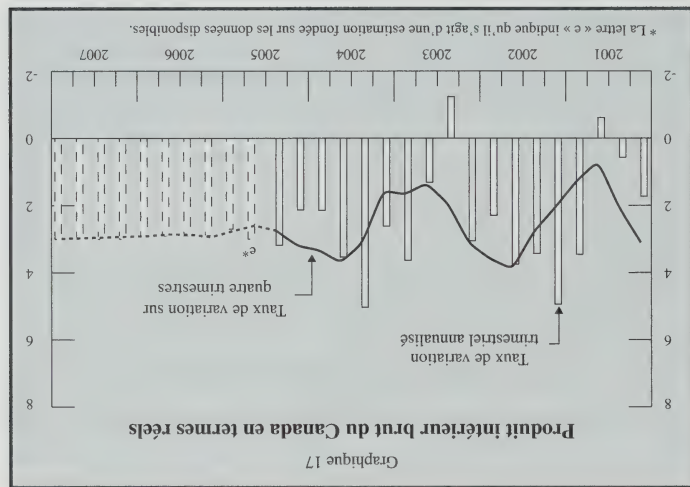
Tableau 3 Résumé des projections selon le scénario de référence*									
		2005		2006		2007			
		3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> sem.		
PIB réel	(taux de variation trimestriel annualisé)	3,0	2,7	2,9	2,9	2,9	3,0	3,0	
PIB réel	(taux de variation en glissement annuel)	2,6	2,8	2,9	2,9	2,9	2,9	3,0	
Indice de référence	(taux de variation en glissement annuel)	1,6	1,6	1,7	1,9	2,0	2,0	2,0	
IPC global	(taux de variation en glissement annuel)	2,7	2,9	2,8	2,8	2,0	1,9	1,9	
WT**	(niveau)	63	63	64	64	64	63	62	

\* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire parue en juillet 2005.

\*\* L'hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediae (en \$ E.-U. le baril) se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines se terminant le 14 octobre 2005.

résorption de l'écart de production et de la modeste diminution du taux d'accroissement de la production potentielle prévu pour 2005 et 2006<sup>5</sup>.

La Banque estime que la progression trimestrielle du PIB réel ralentira pour s'établir à environ 3,0 % et 2,7 % aux troisième et quatrième trimestres de 2005, respectivement. Le taux effectuera ensuite une petite remontée à près de 3 % sur les quatre trimestres de 2006 et en 2007 (Graphique 17 et Tableau 3). Ce scénario prévoit que la réduction de la dette monétaire se poursuivra afin de maintenir l'équilibre entre l'offre et la demande globales au sein de l'économie canadienne et, ainsi, de garder l'inflation au taux cible. L'économie continuera de tourner à peu près aux limites de sa capacité tout au long de la période de projection.



5. Bien que, comme l'explique la Note technique 2, nous ayons retenu l'hypothèse d'un taux de croissance de la production potentielle de 3 % en 2007, nous postulons que ce taux sera de 2,8 % cette année et de 2,9 % en 2006, vu la faible avance de la productivité observée récemment et l'importance des ajustements en cours au sein de l'économie canadienne face aux changements notables des prix relatifs.



Les effets sur l'économie canadienne d'une hausse des prix de l'énergie

Note technique 3

Les fluctuations des cours mondiaux des produits de base énergétiques influent sur l'activité économique de diverses façons (Stuber, 2001). En tant qu'exportateur net de pétrole, de produits pétroliers et de gaz naturel, le Canada voit ses termes de l'échange s'améliorer — et ses revenus réels progresser, en principe — lorsque les prix de l'énergie s'élèvent. Mais comme la plupart de ses grands partenaires commerciaux sont des importateurs nets d'énergie, il se pourrait que le renchérissement de l'énergie réduise le volume des exportations canadiennes vers ces pays. Un relèvement des cours de l'énergie ferait également augmenter les coûts d'exploitation des entreprises canadiennes et diminuer les revenus réels des ménages, tout en donnant lieu à une redistribution des revenus au profit des producteurs de pétrole et de gaz.

Les variations des prix de l'énergie influent de façon notable sur la composition de la demande globale au Canada et leurs effets diffèrent selon les secteurs et les régions.

Une hausse prolongée de 10 dollars E.-U. du prix du baril de West Texas Intermediate pourrait se traduire par une augmentation directe de près de 0,3 % du revenu réel du Canada. On estime que l'activité globale au pays pourrait enregistrer une progression d'environ 0,1 % au bout de trois ans, à mesure que les investissements des sociétés pétrolières et gazières et les dépenses des administrations publiques gagnent en importance (Tableau A)<sup>1/2</sup>. Par contre, les exportations, les dépenses de consommation et les investissements des entreprises du secteur non énergétique se replieraient sans doute quelque peu. À court terme, il est probable que l'activité globale subirait une contraction de l'ordre de 0,1 %, puis que les délais inhérents à la planification, à la prise de décisions et au respect des obligations réglementaires, conjugués aux tensions présentes sur les marchés de nombreux intrants (dont la main-d'œuvre), limiteraient vraisemblablement la réaction initiale du secteur énergétique à l'accroissement des revenus.

Selon les estimations, une hausse durable de 20 % du prix en dollars E.-U. du gaz naturel donnerait lieu à une progression un peu plus substantielle de l'activité globale au Canada après trois ans, soit environ 0,2 %. Il est permis de penser qu'un renchérissement du gaz naturel aurait une incidence bien moins défavorable, sur la demande américaine de produits canadiens, qu'une majoration équivalente des cours du pétrole, les États-Unis étant beaucoup moins tributaires des importations de gaz que des approvisionnements étrangers en pétrole brut et en produits pétroliers.

**Tableau A**  
**Incidence estimée d'une hausse de 10 dollars E.-U. du prix du baril de pétrole sur le PIB réel du Canada et ses composantes**

Pourcentage de variation par rapport au niveau de référence		
	Après quatre trimestres	Après douze trimestres
Consommation	-0,1	-0,05
Dépenses publiques <sup>*</sup>	+0,1	+0,5
Investissements fixes des entreprises	+0,4	+0,8
Exportations	-0,4	-0,4
Importations	-0,2	-0,1
PIB	-0,1	+0,1

<sup>\*</sup> On suppose que le produit de la hausse des recettes publiques déduisant du renchérissement du pétrole est soit épargné soit consacré à l'achat de biens et de services. Mais les gouvernements pourraient à la place rendre une part de l'augmentation aux ménages en relevant leurs paiements de transfert ou en abaissant les impôts. L'effet estimé sur la consommation serait alors négatif que ce qu'indique le Tableau A, alors que l'effet sur les dépenses publiques serait moins positif. L'incidence nette sur l'activité économique serait pratiquement inchangée.

1. Les chiffres estimatifs présentés au Tableau A sont le résultat d'un prolongement de l'analyse entreprise par Stuber (2001). On évalué d'abord les effets d'une hausse des cours du pétrole sur les revenus des entreprises des secteurs énergétique et non énergétique, des ménages et des administrations publiques, de même que sur la demande étrangère de produits canadiens. À partir des résultats ainsi obtenus et des hypothèses relatives aux propensions marginales à dépenser et à importer, on estime ensuite les conséquences de la montée des prix du pétrole sur les diverses composantes du PIB. Les facteurs ayant limité l'augmentation effective des profits des sociétés pétrolières et gazières au cours de la dernière année, alors que les prix des produits énergétiques étaient à l'évolution des prix du pétrole et la faiblesse des prix du dollar canadien, les programmes de couverture des risques liés à l'évolution des prix du pétrole et la faiblesse des prix du dollar brut jouent par rapport à ceux du brut léger.

vaieur du huard se maintient à l'intérieur de la fourchette de 84 à 86 cents E.-U., observée ces derniers temps. Malgré la grande incertitude entourant le rythme et l'ampleur des conséquences des variations du taux de change sur les exportations nettes, ces derniers, dans l'ensemble, ne devraient constituer qu'un faible frein à l'expansion de la demande globale en 2006 et en 2007. Le profil attendu des exportations nettes pour 2006 est par conséquent un peu plus modéré que celui qui avait été prévu dans la *Mise à jour* de juillet, principalement à cause de l'appréciation du dollar canadien.<sup>4</sup>

Tableau 2  
Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel  
En points de pourcentage\*

	2005	2006	2007
Consommation	2,2 (2,2)	1,6 (1,8)	1,7
Logement	0,3 (0,2)	-0,2(-0,2)	0
Administrations publiques	0,7 (0,8)	1,0 (1,0)	0,9
Investissements fixes des entreprises	0,9 (0,9)	0,8 (0,8)	0,6
Total partiel : demande intérieure finale	4,1 (4,1)	3,2 (3,4)	3,2
Exportations	1,3 (1,4)	2,1 (2,2)	1,6
Importations	-2,7(-2,8)	-2,3(-2,2)	-1,8
Total partiel : exportations nettes	-1,4(-1,4)	-0,2 (0)	-0,2
Stocks	0,1 (0)	-0,1(-0,1)	0
PIB	2,8 (2,7)	2,9 (3,3)	3,0

\* Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario présenté dans la *Mise à jour* de juillet.

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que le taux d'expansion annuel moyen de l'économie se situera à 2,8 % en 2005, puis qu'il passera graduellement à 2,9 % en 2006 et à 3,0 % en 2007. Ces chiffres sont conformes aux plus récents pronostics de Consensus Economics. Les perspectives ont été revues légèrement à la hausse pour 2005 et légèrement à la baisse pour 2006 depuis la parution de la *Mise à jour* de juillet, en raison de la ment à la hausse pour 2005 et légèrement à la baisse pour 2006 de Consensus Economics. Les perspectives ont été revues légèrement en 2007...  
Le PIB canadien devrait d'environ 2,8 % en 2005, de 2,9 % en 2006 et de 3 % en 2007...

4. L'ouragan Katrina aura probablement pour conséquence de modérer les exportations nettes du Canada aux troisième et quatrième trimestres de 2005, en raison du léger ralentissement de la croissance du PIB américain. Cet effet sera limité cependant, puisque les séquelles de l'ouragan seront concentrées pour moitié dans les trois États touchés, qui, ensemble, contribuent pour à peine 1 % environ des exportations canadiennes totales.

## La demande et l'offre globales au Canada

Selon le scénario de référence de la Banque pour le Canada, l'essor vigoureux de la demande intérieure finale devrait de nouveau concourir grandement à l'expansion de l'activité économique au deuxième semestre de 2005 et tout au long de 2006 et de 2007. Plusieurs facteurs permettent de penser que les investissements des entreprises continueront d'augmenter de façon marquée. Parmi eux, mentionnons la croissance de l'économie mondiale et les signes indiquant que les cours des produits de base énergétiques et non énergétiques demeureront élevés pendant un certain temps encore, ainsi que le haut taux d'utilisation des capacités dans un certain nombre d'industries capitalistiques, la maintien de conditions financières favorables, la solidité des bénéfices et du bilan financier des entreprises, et les réductions passées des prix des machines et du matériel importés.

Les dépenses de consommation, qui se sont considérablement accrues cette année, devraient progresser vivement tout au long de 2006 et de 2007, mais à un rythme plus modeste qu'en 2005 et quelque peu inférieur à ce qui avait été prévu dans la *Mise à jour* de juillet (Tableau 2). Le renchérissement de l'énergie aura tendance à ralentir l'expansion de la consommation (Note technique 3), tout comme le fera le léger recul de la croissance attendue du revenu attribuable à la révision à la baisse du taux d'accroissement de la production potentielle. Néanmoins, les gains encore solides au chapitre des revenus réels et le niveau relativement bas des taux d'intérêt à long terme devraient contribuer à soutenir le rythme de ces dépenses en 2006 et en 2007. La confiance des consommateurs, récemment ébranlée à la suite des ouragans qui ont frappé les États-Unis, devrait se rétablir. Après la forte progression qu'ils ont affichée ces dernières années, les investissements dans le secteur du logement devraient rester sensiblement inchangés dans l'ensemble.

Les perspectives tirées du scénario de référence continuent de s'appuyer sur l'hypothèse d'une hausse assez prononcée des dépenses en biens et en services de tous les ordres de gouvernement, les dépenses globales à ce chapitre et les transferts augmentant presque au même rythme que les recettes. La croissance des exportations devrait se poursuivre grâce à la robustesse soutenue de l'économie américaine, alors que la vigueur des investissements en machines et en matériel continuera de stimuler les importations. Le processus d'ajustement des exportations et des importations à l'appréciation qu'a connue le dollar canadien en 2003 et en 2004 est maintenant très avancé, mais d'autres effets se feront sentir sur les échanges commerciaux si la

*L'essor vigoureux de la demande intérieure finale devrait soutenir l'expansion économique au Canada tout au long de 2007.*

*On s'attend à ce que les dépenses de consommation progressent vivement en 2006 et en 2007...*

*... et à ce que les exportations nettes freinent légèrement l'expansion.*

des cours de l'énergie. La croissance du PIB devrait toutefois s'intensifier graduellement ces deux prochaines années, à mesure que la demande intérieure se redressera.

Les données dont nous disposons tendent à indiquer que l'économie américaine a été relativement dynamique. Au deuxième trimestre de 2005, le PIB réel des États-Unis a gagné 3,3 % en taux annuelisé, et les indicateurs mensuels permettent de penser que l'activité a continué de se renforcer au troisième trimestre, grâce à la vigueur particulièrement marquée du marché du logement et des dépenses de consommation. Pour le reste de l'année, toutefois, la croissance se trouvera freinée par les contrecoups de l'ouragan Katrina et du renchérissement de l'énergie.

*En conséquence, la Banque prévoit maintenant que le rythme d'expansion du PIB américain s'établira à 3,5 % en 2005, soit un peu en deçà des 3,7 % qu'elle avançait dans la Mise à jour de juillet. Ce rythme devrait légèrement s'accélérer en 2006, à partir du moment où les répercussions de l'augmentation des prix de l'énergie seront plus que neutralisées par la multiplication des chantiers liés au nettoyage et à la reconstruction des régions dévastées par les tempêtes<sup>3</sup>. La croissance devrait ensuite ralentir légèrement en 2007, en raison du fléchissement de la demande intérieure provoqué par les hausses des taux directeurs et l'augmentation de l'épargne des ménages et de l'État.*

Ce scénario de référence suppose que la correction des déséquilibres mondiaux s'effectuera sur une longue période, avec des fluctuations annuelles relativement modestes. C'est ainsi que le déficit du compte courant américain, auquel font écho les excédents de certains pays asiatiques et de pays exportateurs de pétrole, devrait commencer à se résorber graduellement à partir de 2007. Nous prévoyons en effet un raffermissement de la demande intérieure en Asie, en Europe et dans les pays exportateurs de pétrole cette année-là, un accroissement de l'épargne privée et publique aux États-Unis, ainsi qu'une nouvelle baisse du taux de change effectif réel du dollar américain, ce qui stimulera la demande d'exportations et réduira la demande d'importations de ce pays.

3. Globalement, en 2005, le taux d'accroissement du PIB réel américain devrait diminuer de 0,1 % en glissement annuel en raison des dommages considérables que l'ouragan Katrina a causés à l'économie de ce pays. L'an prochain, grâce aux efforts de reconstruction, ce taux devrait augmenter de 0,1 % voire un peu plus, selon l'ampleur des travaux financés par le gouvernement fédéral.



Nous prévoyons que les prix réels des produits de base non énergétiques se maintiendront près des niveaux actuels en 2006 et en 2007, la progression de l'offre devant suivre en gros celle de la demande.

Le scénario de référence de la Banque concernant la croissance du PIB aux États-Unis et dans les principales économies d'outre-mer implique que l'activité mondiale poursuivra son essor à un rythme d'environ 4 % par an au cours de la période de projection (Tableau 1).

Tableau 1 Projections relatives à la croissance mondiale				
	Part du PIB mondial réel <sup>a</sup> (en pourcentage)	Croissance projetée (en pourcentage) <sup>b</sup>		
		2005	2006	2007
États-Unis	21	3,5 [0,74]	3,6 [0,76]	3,2 [0,67]
Union européenne	19	1,2 [0,25]	1,7 [0,32]	2,2 [0,42]
Japon	7	1,7 [0,12]	1,6 [0,11]	2,2 [0,15]
Chine et ENI <sup>c</sup> d'Asie	17	7,9 [1,34]	7,2 [1,22]	7,2 [1,22]
Autres pays	36	4,3 [1,63]	4,3 [1,55]	4,3 [1,55]
Ensemble du monde	100	4,0	4,0	4,0

- a. La part de chaque pays pour 2004 est calculée d'après les PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat. Source : FMI, base de données des Perspectives de l'économie mondiale, avril 2005
- b. Les chiffres entre crochets représentent la contribution de chaque région, en points de pourcentage, au taux de croissance de l'économie mondiale.
- c. Les ENI, ou économies nouvellement industrialisées, comprennent la région administrative spéciale de Hong Kong, la Corée du Sud, la Province chinoise de Taïwan et Singapour.

Source : Banque du Canada

En Asie, l'expansion

économique devrait

demeurer vigoureuse...

... mais, dans la zone

euro, elle a été moindre

qu'on ne l'avait anticipé.

Nous nous attendons à ce que la croissance en Asie demeure vigoureuse, malgré la hausse des prix de l'énergie. En Chine et dans les autres économies nouvellement industrialisées d'Asie, l'activité continue de se développer rapidement, et cette tendance persistera dans les prochaines années. En outre, au Japon, la reprise semble se consolider, et le taux d'inflation devrait y redevenir positif d'ici la fin de 2006.

En revanche, dans la zone euro, l'expansion demeure anémique et ne devrait pas dépasser 1,2 % en moyenne cette année, soit un peu moins que nous ne l'avions anticipé dans la dernière livraison du *Rapport*. Ce léger tassement s'explique en partie par le climat d'incertitude entourant les réformes structurelles en cours, qui touchent notamment le marché du travail, ainsi que par la montée

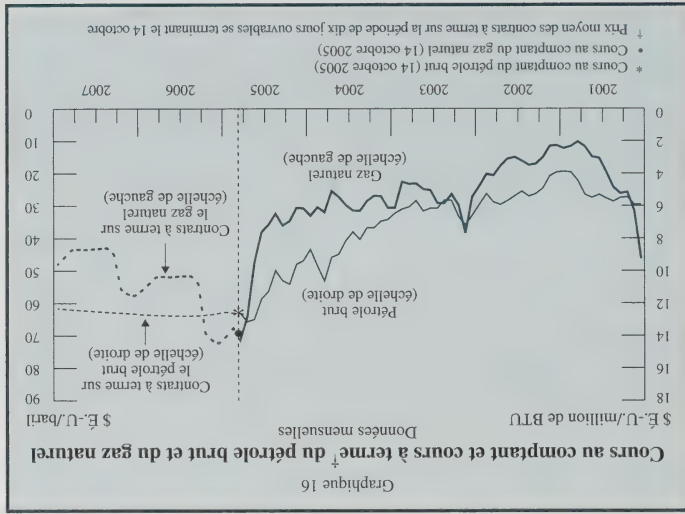


#### 4. LES PERSPECTIVES

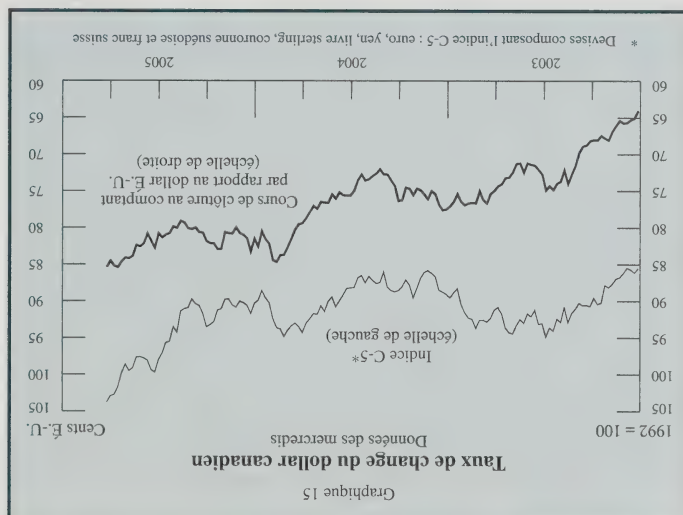
La présente section débute par une description du scénario de référence de la Banque concernant les économies mondiales et canadienne ainsi que l'inflation. Ce scénario suppose que les prix de l'énergie cadreront avec les cours actuels des contrats à terme; que les déséquilibres mondiaux se résorberont de manière progressive et ordonnée à moyenne échéance; et que la devise américaine connaîtra une nouvelle dépréciation modérée et graduée en termes effectifs réels, le cours du dollar canadien par rapport au dollar américain devant demeurer à peu près stable sur l'horizon de prévision habituel. La présentation du scénario de référence est suivie d'une discussion sur les risques qui l'entachent. Ces risques se révèlent particulièrement importants à partir de 2007, compte tenu des incertitudes entourant la façon dont les déséquilibres mondiaux seront corrigés.

#### La conjoncture internationale

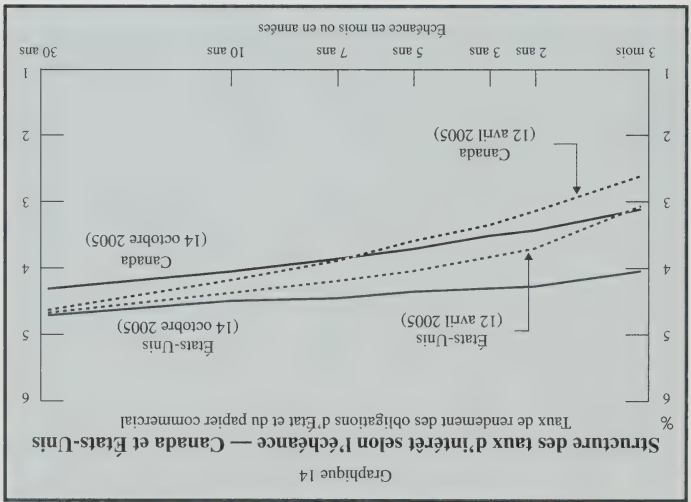
Dans le scénario de référence de la Banque, le profil d'évolution des cours du pétrole brut et du gaz naturel se fonde sur les prix auxquels se négocient actuellement les contrats à terme. Les cours du brut devraient se situer juste en deçà de 65 dollars E.-U. le baril tout au long de 2006 et de 2007, et ceux du gaz naturel, se maintenir à 10 dollars E.-U. — ou un peu plus — le million de BTU jusqu'au premier trimestre de 2007 et descendre sous ce niveau pour le reste de l'année (Graphique 16). Ce renchérissement de l'énergie devrait restreindre légèrement l'offre et la demande globales à l'échelle internationale.



durant la même période. Par conséquent, le dollar canadien s'est apprécié plus vivement par rapport à d'autres grandes devises. Sa vigueur récente a apparemment été favorisée par des facteurs fondamentaux tels que le renchérissement de l'énergie et la bonne tenue générale de l'économie au Canada.



(Graphique 14). La hausse des rendements à court terme est attribuable principalement aux majorations du taux des fonds fédéraux, qui se situe en ce moment à 3,75 %. Les contrats à terme boursiers aux États-Unis laissent actuellement présager que le taux directeur s'établira à 4,25 % d'ici la fin de 2005. Il s'agit d'un niveau un peu plus haut que ne le donnaient à penser les cours à terme lors de la parution du dernier *Rapport*.



Les bas rendements des obligations à long terme aux États-Unis et dans la plupart des autres pays industriels seraient en grande partie imputables à des facteurs qui poussent à la hausse l'épargne mondiale désirée par rapport aux investissements des entreprises.

Les taux directeurs demeurent moins élevés au Canada qu'aux États-Unis. Cela a eu pour effet d'élargir l'écart entre les taux d'intérêt américains et canadiens dans l'ensemble de la courbe des rendements. Ainsi, le taux des obligations canadiennes à deux ans est d'environ 80 points de base inférieur à celui des obligations du Trésor américain, comparativement à 60 points en avril dernier. Le creusement des écarts sur les obligations à long terme s'est également poursuivi.

Après avoir varié à l'intérieur d'une plage de 79 à 83 cents É.-U. pendant la majeure partie de 2005, le cours du dollar canadien évolue depuis la fin de l'été dans une fourchette plus élevée, soit de 84 à 86 cents É.-U. (Graphique 15). La plupart des autres principales monnaies se sont affaiblies vis-à-vis du dollar américain

*Le dollar canadien a évolué récemment dans une fourchette plus élevée, soit de 84 à 86 cents É.-U.*

*Les taux directeurs restent moins élevés au Canada qu'aux États-Unis.*

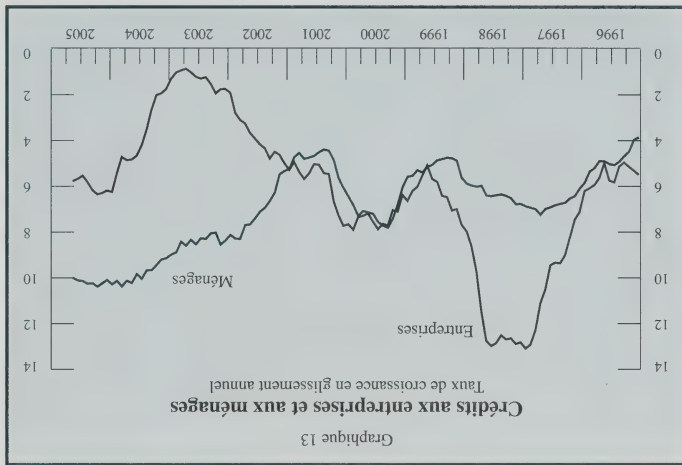
... et l'indice composite  
TSX a augmenté depuis  
avril.

L'expansion du crédit aux  
entreprises et aux ménages  
se poursuit.

Si la situation des marchés boursiers n'a guère changé aux États-Unis depuis la livraison d'avril du *Rapport*, celle de la plupart des autres grandes places a connu une amélioration, en raison notamment des bénéfices importants réalisés par les sociétés. Au Canada, l'indice composite TSX a affiché une hausse de quelque 9 %, à la faveur des gains enregistrés par les titres du secteur énergétique durant la période.

Le crédit total aux entreprises a continué de progresser à un rythme annuel d'environ 6 % (Graphique 13). La croissance du crédit à court et à long terme aux entreprises demeure solide. L'investissement visant à améliorer l'efficacité est l'un des facteurs déterminants de la demande de crédit. Les investissements destinés à augmenter la capacité de production semblent concentrés dans le secteur de l'énergie.

D'autre part, la vive expansion du crédit total aux ménages alimente toujours le dynamisme de la consommation et du marché du logement (Graphique 13). Grâce à la vigueur de l'emploi et aux taux d'intérêt peu élevés, les bilans des ménages restent sains, comme en font foi un ratio du service de la dette historiquement bas et un faible taux de défaillance.



## Les courbes de rendement et le taux de change

Les rendements des obligations américaines à court terme ont grimpé, tandis que ceux des obligations à long terme n'ont augmenté que légèrement depuis la publication du *Rapport* d'avril.

Les primes de risque sont basses, et le crédit progresse toujours vigoureuement.

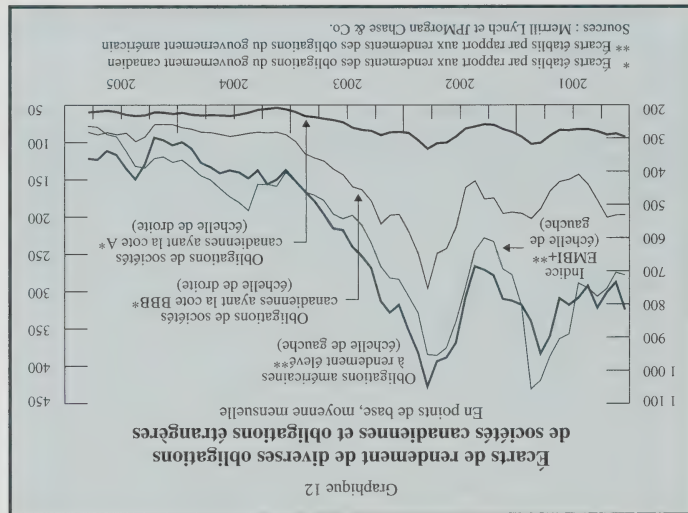
Les rendements des obligations canadiennes et les écarts de taux sur celles-ci sont demeurés faibles pour les emprunteurs...

Depuis la publication du *Rapport sur la politique monétaire* en avril, les conditions de financement sont demeurées favorables et les primes de risque sont restées basses<sup>2</sup>. L'expansion du crédit aux entreprises et aux ménages se poursuit à un rythme constant. Le dollar canadien s'est apprécié par rapport au dollar américain et à d'autres grandes monnaies durant cette période.

## Les conditions du crédit

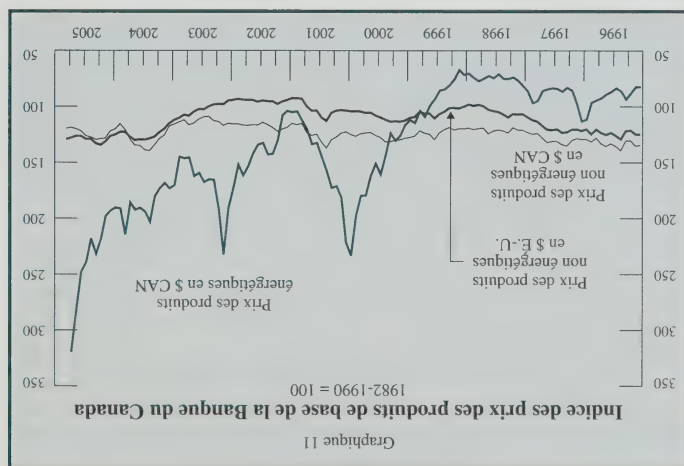
Au Canada comme ailleurs dans le monde, les conditions du crédit aux entreprises ont continué d'être avantagées pour les emprunteurs depuis avril. Sur les marchés financiers, les rendements des obligations de sociétés et les écarts de taux sur celles-ci sont restés faibles, tant pour les titres bien cotés que pour ceux de moindre qualité (Graphique 12). Ces minces écarts sont dus à la solidité financière des entreprises, à la demande soutenue des investisseurs désireux d'acquérir des titres offrant des rendements supérieurs, ainsi qu'à la présence de liquidités considérables sur les marchés financiers mondiaux. La croissance vigoureuse des émissions brutes d'obligations de sociétés montre que les marchés des capitaux sont facilement accessibles.

## 3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE



2. Comme la *Mise à jour* de juillet ne présentait qu'une analyse limitée de la conjoncture financière, la présente section passe en revue l'évolution observée depuis la publication du *Rapport* d'avril.

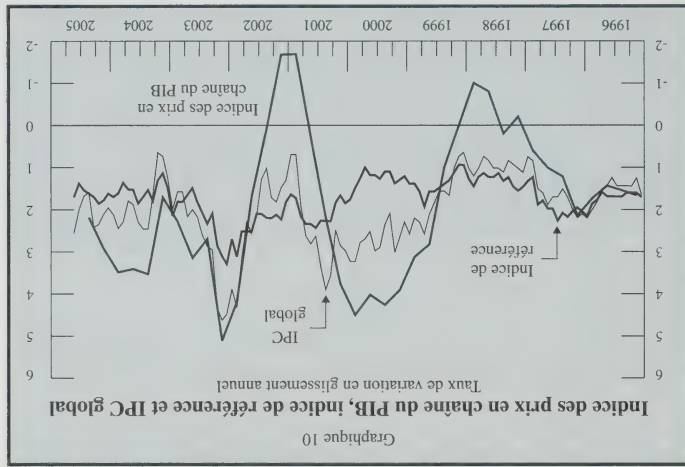




Les cours du gaz naturel ont bondi ces derniers mois, passant d'un peu moins de 8 dollars E.-U. le million de BTU au moment de la *Mise à jour* à 14 dollars E.-U. environ au cours de la période de dix jours ayant pris fin le 14 octobre. Cette hausse est liée aux perturbations qu'a subies l'offre aux États-Unis dans la foulée des récents ouragans, de même qu'aux répercussions sur la demande d'électricité, et par ricochet sur celle du gaz naturel, du temps estival particulièrement chaud qu'ont connu les États-Unis.

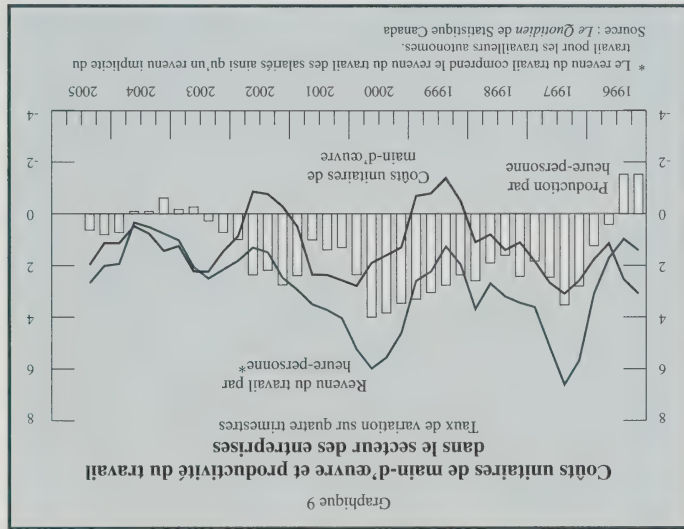
Dans l'ensemble, les prix des produits de base non énergétiques ont peu varié depuis le milieu de 2005 (Graphique 11). Tout compte fait, les cours du bois d'œuvre ont reculé sous l'effet de l'accroissement de l'approvisionnement. Parallèlement, le resserrement de l'offre provoqué par plusieurs grèves a donné lieu à une nouvelle augmentation des prix des métaux.

... alors que les prix des produits de base non énergétiques ont dans l'ensemble très peu varié.



On s'attend à ce que la poussée des cours du gaz naturel et du pétrole brut observée depuis le milieu de 2005 entraîne une amélioration des termes de l'échange et une progression du revenu réel du Canada, ce qui donnera lieu vraisemblablement à une nouvelle hausse marquée des profits des entreprises.

un phénomène commun pourrait avoir été l'ajustement aux variations considérables des prix relatifs en cours au sein de l'économie. Pris ensemble, la croissance anémique de la productivité du travail, les ajustements continus opérés par les secteurs et les signes de pressions sur les capacités donnent à penser que l'augmentation tendancielle de la productivité du travail a été inférieure à 1 3/4 % dernièrement et pourrait mettre un certain temps à remonter à ce taux.



## Les prix des produits de base et les termes de l'échange

L'augmentation sur douze mois des termes de l'échange du Canada s'est considérablement ralentie au premier semestre de 2005 du fait que les cours mondiaux de nombreux produits de base agricoles et matières industrielles exportés par le Canada se sont stabilisés. Par conséquent, l'indice des prix en chaîne du PIB (une mesure globale du prix des biens et des services produits au Canada) s'est accru de 2,2 % entre les deuxièmes trimestres de 2004 et de 2005, ce qui est nettement inférieur au rythme observé pendant la majeure partie de l'année précédente (Graphique 10).

Le cours du pétrole brut, qui se situait à 58 dollars E.-U. le baril au moment de la publication de la *Mise à jour de juillet*, s'est établi en moyenne à 63 dollars E.-U. le baril pendant la période de dix jours qui s'est terminée le 14 octobre 2005. L'importation renchérit le pétrole brut depuis la fin de 2003 tient principalement à une forte poussée de la demande mondiale de produits énergétiques.

Les termes de l'échange du Canada ont poursuivi leur amélioration au premier semestre de 2005, mais à un rythme moins rapide.

Le gaz naturel a fortement renchérit...

## L'évolution de la productivité au Canada

Note technique 2

Après s'être accrue à un rythme annuel robuste de 2,1 % entre 1996 et 2000, la productivité du travail a ralenti dans les entreprises canadiennes au début de la présente décennie et n'a pour ainsi dire pas progressé en 2003 et 2004. Au premier semestre de 2005, elle a légèrement augmenté, gagnant environ 0,7 % en rythme annualisé.<sup>1</sup>

Le vif essor de la productivité durant la deuxième moitié des années 1990 tenait largement aux gains enregistrés dans le secteur manufacturier, en particulier dans la branche des technologies de l'information et de la communication (TIC). Il était aussi lié à la hausse du ratio capital-travail (l'intensification du capital). De plus, les entreprises de commerce de gros et de détail affichaient une excellente tenue en matière de productivité.

L'essor récent de la productivité reflète un net ralentissement de l'intensification du capital et des gains d'efficacité tirés de l'utilisation du capital et du travail. La croissance de la productivité du travail a d'abord fléchi dans l'industrie manufacturière, puis elle a diminué dans le secteur de la construction. La décelération plus marquée observée à ce chapitre en 2003 et 2004 touchait le secteur des services. La croissance de la productivité a faibli dans un grand nombre de branches, mais c'est dans le secteur de la finance, de l'assurance et de l'immobilier qu'elle a le plus ralenti.

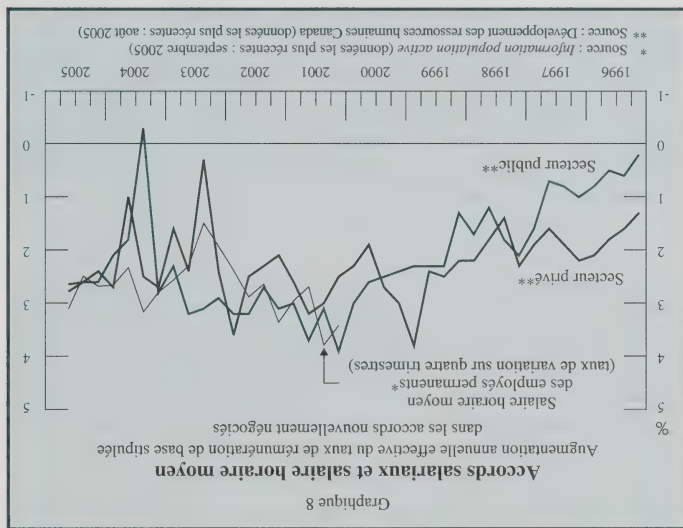
La diminution de la productivité dans la construction pourrait s'expliquer par le recours à une main-d'œuvre moins expérimentée en réponse à une demande soutenue. Dans le secteur des services, des problèmes de mesure et les complications rencontrées pour parvenir à une intégration efficace des TIC pourraient également être due aux ajustements que les entreprises et leurs salariés ont dû opérer à la suite de l'appréciation du dollar canadien, du renchérissement de l'énergie et de l'apparition de nouveaux concurrents, surtout dans les économies nouvellement industrialisées d'Asie (voir la Note technique 1 du *Rapport* d'avril 2005).

Malgré les chiffres décevants des dernières années, certains signes annoncent un redressement de la productivité du travail. D'abord, la croissance de la productivité a recommencé à augmenter dans le secteur manufacturier fin 2004, à la faveur d'un regain de productivité dans diverses branches comme celles de la production d'équipement informatique, de machines et de matériel de transport. Ensuite, les dépenses d'investissement se sont nettement accrues, ce qui devrait entraîner une nouvelle intensification du capital. Enfin, on s'attend à ce que la progression de la productivité soit favorisée par la poursuite des ajustements amorcés par les entreprises en vue d'adapter leurs dotations en capital et en travail à l'évolution de la conjoncture mondiale. C'est pourquoi le Conseil de direction continue à tabler sur une hausse tendancielle de la productivité du travail de l'ordre de 1 3/4 %, une telle hausse impliquerait un accroissement tendanciel du facteur travail d'environ 1 1/4 %, une telle hausse impliquerait une progression de 3 % de la production potentielle. Cependant, comme, d'après nos meilleures estimations, la croissance de la production potentielle s'est établie plus près de 2,5 % ces dernières années (ainsi que l'indique la Note technique 1) et qu'il se peut que l'économie mette du temps à s'ajuster entièrement à la nouvelle configuration des prix relatifs, le scénario de référence décrit à la Section 4 du présent rapport postule que cette croissance reviendra graduellement à 3 % d'ici 2007.

1. Les analystes préfèrent généralement étudier la croissance de la productivité dans le secteur des entreprises en raison des problèmes que pose la mesure de la productivité du secteur public. Quoiqu'il en soit, les taux de croissance de la productivité dans l'ensemble de l'économie et dans le secteur des entreprises ont été très similaires en moyenne dans les temps.

## Les coûts

Le taux d'augmentation sous-jacent des salaires, calculé à l'aide d'indicateurs tels que le salaire horaire moyen des employés permanents et la rémunération horaire dans le secteur des entreprises, semble s'être établi entre 2 1/2 et 3 1/2 % au cours des derniers mois (Graphique 8). Parallèlement, le rythme d'accroissement en glissement annuel de la rémunération horaire dans le secteur des entreprises s'est intensifié pour atteindre 2,7 % au deuxième trimestre de 2005.



Les coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté de 2 % au deuxième trimestre de 2005 comparativement au niveau où ils se situaient un an plus tôt.

La croissance de la productivité du travail a été faible.

Au cours de la même période, la productivité du travail s'est accrue d'à peine 0,6 % par rapport au niveau où elle se situait un an auparavant, après n'avoir presque pas progressé pendant deux ans. La productivité n'ayant enregistré que de modestes gains au cours de la dernière année, les coûts unitaires de main-d'œuvre dans le secteur des entreprises ont crû de 2 % en glissement annuel au deuxième trimestre de 2005 (Graphique 9).

La faiblesse persistante de l'avance de la productivité du travail est de plus en plus incompatible avec le taux de progression tendancielle de 1 3/4 % retenu comme hypothèse par la Banque et sur lequel se fonde son estimation de la croissance de la production potentielle, qu'elle chiffre à 3 %. L'atonie de cette avance a été généralisée, se manifestant dans les secteurs de la fabrication, de la construction et des services (Note technique 2). Bien que cette atonie provienne en partie de facteurs propres à certains secteurs,



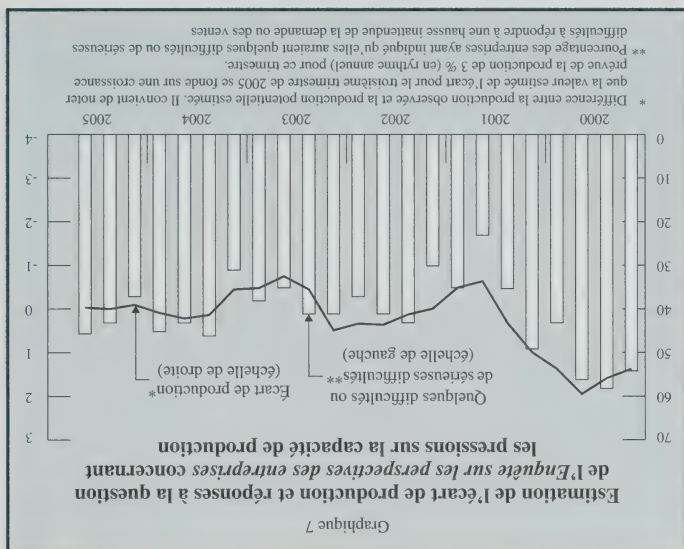
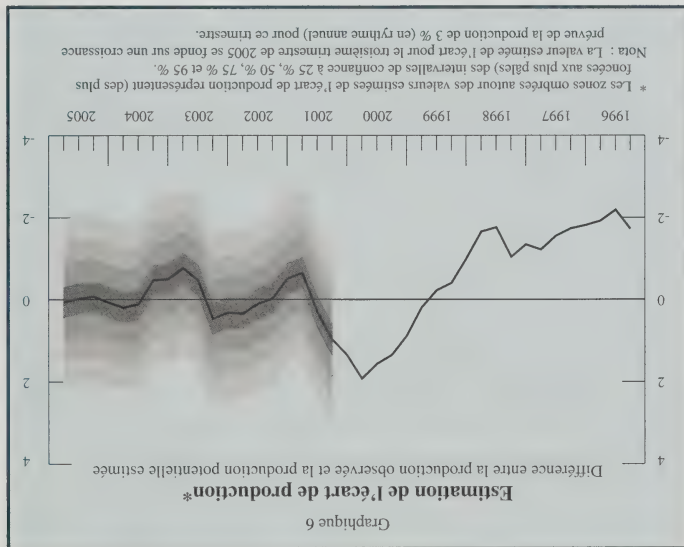
Dans la *Mise à jour* de juillet, la Banque exprimait l'avis que l'économie fonctionnait légèrement en deçà de ses capacités au milieu de 2005. Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur l'appareil de production, le Conseil de direction estime maintenant que, considérée globalement, l'économie tourne à plein régime à la mi-année. Cette révision à la hausse reflète la cadence plus vive que prévu de la croissance au premier semestre de 2005 et l'opinion selon laquelle le niveau de la production potentielle est quelque peu inférieur à ce que l'on avait cru antérieurement.

Les entreprises doivent constamment s'adapter aux changements que subit leur environnement économique. La forte concurrence livrée par les économies nouvellement industrialisées (en particulier la Chine), l'appréciation du dollar canadien et le renchérissement de l'énergie ont nécessité un ajustement encore plus prononcé que celui qu'elles doivent opérer d'habitude. Les variations très importantes des prix relatifs des produits de base et des biens manufacturés qui en ont résulté ont créé des disparités dans la croissance observée d'une région à l'autre et d'un secteur à l'autre.

Les contraintes de capacité se font surtout sentir dans les provinces productrices d'énergie de l'Ouest, où la montée des prix du pétrole et du gaz naturel a donné lieu à une augmentation des revenus ainsi que des profits et des investissements. L'expansion soudaine de l'activité a entraîné des pénuries de main-d'œuvre, non seulement dans le secteur de l'énergie, mais aussi dans d'autres industries qui puisent dans le même bassin de travailleurs. La situation dans le secteur de la fabrication est un peu différente. Comme les entreprises manufacturières exportent une part importante de leur production, elles ont souffert de la forte appréciation du huard depuis 2002 qui a réduit la compétitivité des produits canadiens.

L'ajustement aux changements rapides de leur position concurrentielle s'est avéré ardu pour de nombreuses entreprises. Les enquêtes menées par la Banque confirment que les firmes canadiennes s'y emploient néanmoins pour faire face aux conditions économiques changeantes. En outre, les résultats de l'*Enquête sur les perspectives des entreprises* parue récemment indiquent que les intentions d'investissement et d'embauche restent fortes dans toutes les régions du pays et dans la majorité des secteurs, et que les entreprises demeurent optimistes globalement à l'égard des perspectives économiques.

*Les disparités sectorielles et régionales sur le plan de la croissance économique deviennent plus manifestes à mesure que les entreprises s'ajustent aux variations des prix relatifs.*



# 1 La croissance de la production observée et la mesure de la croissance de la production potentielle

Note technique I

La production potentielle désigne la quantité de biens et de services que l'économie peut générer de façon soutenue sans attiser les pressions inflationnistes. Comme elle ne peut être directement observée, il faut l'estimer. Pour établir sa mesure de la production potentielle, la Banque commence par scinder les variations de la productivité du travail et de l'offre de travail en leurs composantes tendancielles et cycliques, en se basant sur les mouvements de variables directement observables comme des taux d'activité, la croissance de la population et de la productivité et l'inflation des prix et des salaires. Elle combine ensuite les composantes tendancielles obtenues en une mesure économétrique de la production potentielle. La Banque met constamment à jour ses estimations du potentiel de l'économie à la lumière des nouvelles données qu'elle reçoit et des résultats de ses travaux de recherche.

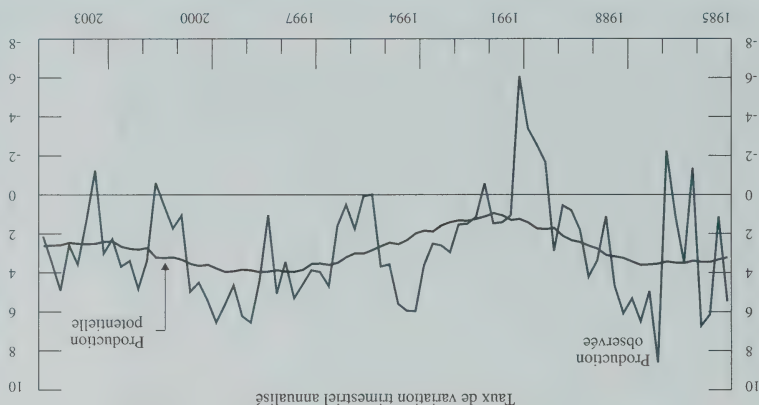
Le taux de croissance de la production potentielle ainsi mesuré par la Banque a varié dans le temps (Graphique A). Il est en effet passé de quelque 4 % en 1999 à environ 2,5 % en 2002, à la suite du ralentissement tendanciel de la progression de la productivité du travail qui a marqué cette période.

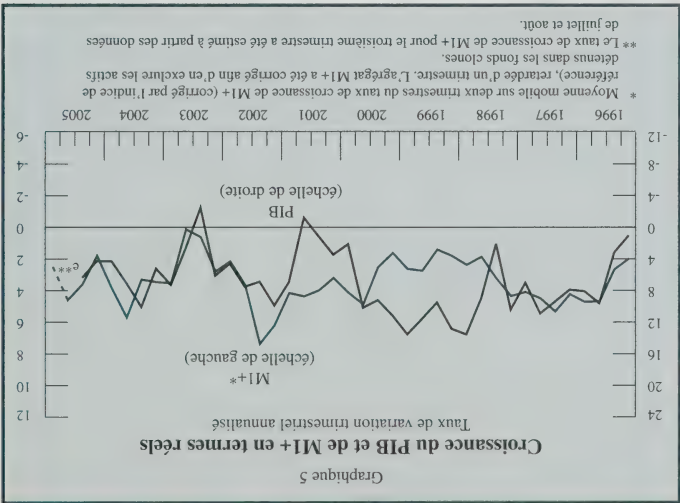
L'écart de production correspond à la différence entre les niveaux, et non les taux de croissance, de la production observée et de la production potentielle. Il constitue un indicateur de l'importance de l'offre ou de la demande excédentaire au sein de l'économie (voir le Graphique 6). Ces mesures économétriques de la production potentielle et de l'écart de production sont teintées d'une grande part d'incertitude. Elles doivent par conséquent être interprétées avec beaucoup de circonspection. C'est pour cette raison que le Conseil de direction analyse aussi une vaste gamme d'indicateurs au moment d'évaluer l'ampleur des pressions s'exerçant sur la capacité de production (voir le site de la Banque à l'adresse [www.banqueducanada.fr/taux/indinf-f.htm](http://www.banqueducanada.fr/taux/indinf-f.htm)).

La Note technique 2 traite de certains des facteurs que la Banque doit prendre en considération pour prévoir la croissance de la productivité du travail et la production potentielle.

Graphique A

Croissance de la production potentielle et de la production observée





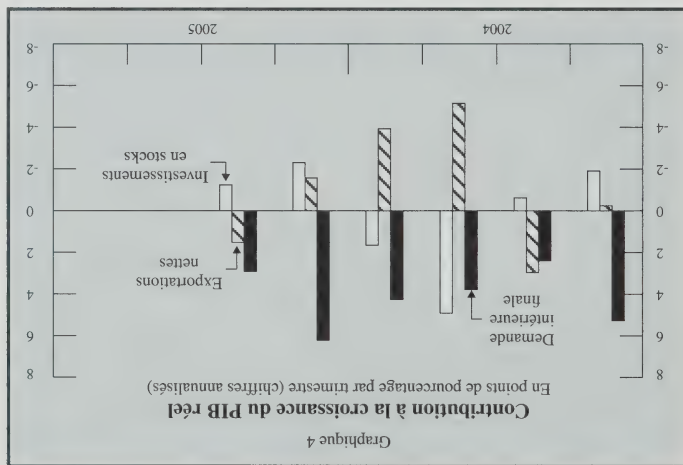
trimestre de l'année et laissent entrevoir un léger tassement au dernier trimestre (Graphique 5).

### Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

La mesure dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production donne à penser que l'économie fonctionnait aux limites de sa capacité au deuxième trimestre de 2005

Le taux d'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles publié par Statistique Canada continue de faire état d'un écart de production fourni par la mesure habituelle. En outre, la proportion des entreprises ayant signalé des pénuries de main-d'œuvre dans le cadre de l'Enquête sur les perspectives des entreprises de la Banque parue cet automne dépassait largement la moyenne, alors que le pourcentage de celles ayant affirmé qu'elles auraient des difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande se situait un peu au-dessus de la moyenne (Graphique 7). Les contraintes de capacité se manifestent surtout dans les secteurs de la construction, de la production de matières premières et du transport. En revanche, d'autres indicateurs témoignent de pressions moins fortes. Depuis la fin de 2003, l'inflation mesurée par l'indice de référence se maintient sous les 2 %. De même, malgré la pression affichée par certaines mesures des augmentations de salaires, les gains à ce titre sont demeurés modérés dans l'ensemble.

L'économie semblait fonctionner aux limites de sa capacité au milieu de l'année.



De façon générale, les données sur l'évolution de la monnaie au sens étroit cadrent avec le taux de 3 % environ auquel la Banque estime actuellement la croissance du PIB réel pour le troisième

personnelle. gains enregistrés au chapitre des revenus réels et de la richesse ménages ont aussi augmenté fortement à la faveur des nouveaux ouvrages que des machines et du matériel. Les dépenses des appréciable au premier semestre de 2005, pour ce qui est tant des tissement des entreprises ont continué de croître à un rythme des six derniers mois de 2004. En revanche, les dépenses d'inves-

Cette réduction traduit en grande partie la réaction des fabri-cants et des grossistes à la chute de la demande étrangère au cours tissement des entreprises ont continué de croître à un rythme des six derniers mois de 2004. En revanche, les dépenses d'inves- tissements en stocks. finale, mais leur progression a été freinée par une réduction des accrues sous l'impulsion de la robustesse de la demande intérieure de produits automobiles ont fléchi. Les importations se sont aussi riel ont connu une hausse particulièrement vive, tandis que celles premier semestre de 2005. Les exportations de machines et maté- retombées négatives sensibles sur le niveau de ces dernières au second semestre de l'an dernier, n'a pas semblé avoir d'autres 2004, qui avait grandement contribué au repli des exportations au l'économie américaine. L'appréciation du huard en 2003 et en de cette année a été alimentée par la vigoureuse expansion de La reprise des exportations canadiennes au premier semestre dernier, n'ont guère varié dans l'ensemble.

La demande intérieure finale a poursuivi son essor durant la première moitié de 2005 (Graphique 4). En outre, les exportations nettes, qui avaient accusé un fort recul au second semestre de l'an

... car la demande intérieure finale s'est fortement accrue...

... et les exportations se sont redressées, alors que la croissance des importations s'est ralentie.

Les dépenses d'investisse- ment des entreprises ont fortement augmenté.



*L'expansion économique a été plus vive que prévu durant la première moitié de 2005...*

*Le taux d'augmentation de l'indice de référence et les autres mesures de l'inflation tendancielle sont demeurés sous les 2 %.*

Le PIB réel a progressé à un rythme annuel de 2,7 % au premier semestre de 2005, ce qui est supérieur à la prévision énoncée dans la *Mise à jour* de juillet. Par conséquent, le niveau d'activité en milieu d'année était un peu plus élevé qu'espcompte. Après avoir examiné les données disponibles et jugé modestes les répercussions des perturbations de l'économie américaine provoquées par les récents ouragans, la Banque estime que la croissance du PIB canadien a été de 3 % environ au troisième trimestre de 2005.

## Les facteurs qui influent sur l'inflation

### La demande globale au Canada

Le repli des cours mondiaux de divers produits de consommation et l'appréciation passée du dollar canadien, qui ont fait fléchir les prix d'un bon nombre de biens à forte teneur en importations, sont une source importante de pressions à la baisse sur le taux d'augmentation de l'indice de référence depuis le début de 2005. Les mouvements à court terme de cette mesure de l'inflation s'expliquent dans une large mesure par les fluctuations des prix des véhicules automobiles.

L'inflation mesurée par l'indice de référence a été de 1,7 % en août (Graphique 2). Ce taux correspond à celui projeté pour le troisième trimestre dans la *Mise à jour* de juillet. Les autres mesures de l'inflation tendancielle que la Banque suit sont aussi restées inférieures à 2 % (Graphique 3).



## 2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global a connu une volatilité considérable au cours des huit premiers mois de 2005 et s'est situé, en moyenne, légèrement au-dessus de la cible de l'inflation de 2 % visée par la Banque. L'inflation mesurée par l'indice de référence — un indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation — s'est établie à 1,6 % en moyenne durant la même période<sup>1</sup>.

### L'inflation et la cible de 2 %

Le taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global a été très volatil au premier semestre de 2005, oscillant dans une fourchette de 1,6 à 2,4 %, principalement sous l'effet des variations des prix de l'essence. Par ailleurs, les nouvelles hausses substantielles des cours du pétrole brut depuis la fin de mai ont poussé ce taux à 2,6 % en août, et celui-ci s'est probablement hissé au-dessus de 3 % en septembre en raison de la flambée des prix du carburant qui a suivi les perturbations des opérations de raffinage aux États-Unis provoquées par les récents ouragans.



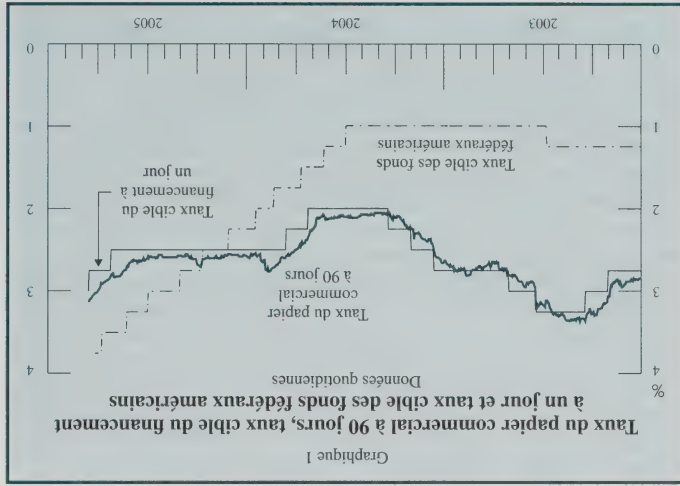
1. L'indice de référence exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC global et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Ces huit composantes sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.

L'indice de référence devrait se maintenir au-dessous de 2 % au cours des prochains mois. Mais comme l'économie tourne à plein régime et que les attentes d'inflation à long terme semblent bien ancrées, la Banque s'attend à ce que le taux d'accroissement de l'indice de référence remonte à 2 % d'ici le milieu de 2006.

Le scénario de référence de la Banque relativement à la production et à l'inflation est entaché d'un certain nombre de risques et d'incertitudes. Pour les quatre à six prochains trimestres, ces risques concernant notamment l'ajustement de l'économie canadienne aux changements en cours à l'échelle mondiale, l'incertitude entourant le niveau actuel et la croissance future de la production potentielle, ainsi que l'évolution des prix de l'énergie. Ces risques à court terme semblent équilibrés. Toutefois, le danger que la correction des déséquilibres économiques mondiaux puisse s'accompagner d'une période de faible expansion à l'échelle internationale s'accroît à partir de 2007.

La Banque a relevé son taux directeur de 25 points de base le 7 septembre et à nouveau le 18 octobre, pour le porter à 3 % (Graphique 1).

Tenant compte de sa projection et du fait que l'économie canadienne semble maintenant fonctionner aux limites de sa capacité, la Banque estime qu'il faudra encore réduire le degré de détente monétaire afin de maintenir l'équilibre entre l'offre et la demande globales au cours des quatre à six prochains trimestres et de garder l'inflation au taux cible. Cependant, comme les risques à la baisse qui entachent les perspectives mondiales deviennent prépondérants à partir de 2007, la Banque suivra avec une attention particulière l'évolution de la conjoncture internationale. De façon plus générale, elle continuera d'évaluer les ajustements et les tendances sous-jacentes au sein de l'économie canadienne, ainsi que la résultante des risques, afin de mener la politique monétaire de manière à maintenir l'inflation à la cible visée à moyen terme.



## 1. VUE D'ENSEMBLE

La croissance de l'économie mondiale s'est poursuivie à un rythme solide depuis la publication, en juillet, de la *Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire*. Au Canada, l'expansion a légèrement dépassé les prévisions au premier semestre de l'année. Considérée globalement, l'économie du pays semble maintenant fonctionner aux limites de sa capacité de production.

Parallèlement, les économies mondiale et canadienne ont continué d'être marquées par de fortes variations des cours de l'énergie. Si les poussées des prix du pétrole brut et de l'essence causées par les ouragans qui ont frappé le golfe du Mexique se sont déjà inversées, les cours du gaz naturel et du mazout, ainsi que de l'essence, sont nettement supérieurs aux niveaux où ils se situaient en juillet, au moment de la parution de la *Mise à jour*.

En outre, le cours du dollar canadien évolue dans une fourchette plus élevée par rapport au dollar américain depuis la fin de l'été et il s'est accru encore davantage vis-à-vis d'autres grandes devises. Cette vigueur récente semble être soutenue par plusieurs facteurs fondamentaux, dont les hauts niveaux des prix du pétrole brut et du gaz naturel ainsi que la tenue généralement robuste de l'économie canadienne.

Les fluctuations passées et récentes des cours de l'énergie et du taux de change du dollar canadien, de même que la concurrence livrée par la Chine et les autres pays nouvellement industrialisés donnent lieu à d'importants ajustements au sein de l'économie canadienne. Ceux-ci ont entraîné des variations considérables dans les profils de croissance des divers secteurs et régions, ce qui complique beaucoup l'évaluation des pressions s'exerçant sur l'appareil de production et de l'évolution future de la production potentielle. À la lumière des ajustements en cours et de la faible progression affichée ces dernières années par la productivité, la Banque a légèrement réduit son estimation de la croissance de la production potentielle pour 2005 et 2006.

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que l'économie canadienne continuera de tourner à plein régime d'ici la fin de 2007. Le PIB réel devrait progresser à peu près au même rythme que la production potentielle durant la période de projection, s'accroissant en moyenne de 2,8 % en 2005, de 2,9 % en 2006 et de 3 % l'année suivante. Étant donné que l'économie fonctionne aux limites de sa capacité et que l'énergie a renchééri, les pressions à la hausse sur les prix à la consommation se sont quelque peu renforcées depuis la parution de la *Mise à jour* de juillet. Le taux d'augmentation annuel de l'indice des prix à la consommation (IPC) s'est probablement hissé au-dessus de 3 % en septembre. En supposant que les cours de l'énergie suivront la trajectoire indiquée par les prix actuels des contrats à terme, l'inflation mesurée par l'IPC devrait avoisiner 3 % en moyenne pendant le reste de l'année et le premier semestre de 2006, avant de redescendre à la cible de 2 % au second semestre. Par contraste, l'inflation mesurée par

*Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préalable du 18 octobre 2005.*

**Modifications du taux  
cible du financement à un  
jour depuis la parution de  
la *Mise à jour* de juillet**

7 septembre — hausse de  
25 points de base à  
2,75 %

18 octobre — hausse de  
25 points de base à 3 %





# TABLE DES MATIÈRES

1. Vue d'ensemble .....	5
2. L'évolution récente de l'inflation .....	7
L'inflation et la cible de 2 % .....	7
Les facteurs qui influent sur l'inflation .....	8
3. L'évolution financière .....	19
Les conditions du crédit .....	19
Les courbes de rendement et le taux de change .....	20
4. Les perspectives .....	23
La conjoncture internationale .....	23
La demande et l'offre globales au Canada .....	26
Le scénario de référence en matière d'inflation .....	30
Les risques pesant sur le scénario de référence .....	31
Bibliographie .....	34
Notes techniques .....	
1. La croissance de la production observée et la mesure de la croissance de la production potentielle .....	11
2. L'évolution de la productivité au Canada .....	15
3. Les effets sur l'économie canadienne d'une hausse des prix de l'énergie .....	28

Gouverneur, Banque du Canada  
9 septembre 2005

David Dodge

En tant que décideurs prudents, nous ne devons pas compter sur la chance pour nous tirer d'affaire. [...] Nous devons agir dès maintenant afin de relever les défis d'aujourd'hui et de demain, pour le bien-être de tous nos concitoyens.

*Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay, David Longworth et Tiff Macklem.*

— Octobre 2005 —

# RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

BANQUE DU CANADA

# LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA

## La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi, c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

## L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.

- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

## Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. Cette fourchette cible de maîtrise de l'inflation a été reconduite à quelques reprises, la dernière fois en mai 2001, lorsqu'il a été décidé d'en prolonger l'application jusqu'à la fin de 2006. La politique monétaire continuera donc d'être axée sur le maintien du taux d'inflation à 2 %, soit le point médian de la fourchette, afin de maximiser la probabilité que l'inflation demeure à l'intérieur de celle-ci et d'accroître la prévisibilité de l'inflation à long terme (Crawford, 2001).

## Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur un indice qui mesure l'inflation fondamentale — appelé *indice de référence* — en excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Cet indice est généralement un meilleur indicateur des mouvements futurs de l'IPC global que ne le sont les variations passées de l'IPC (Macklem, 2001).

*Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada,  
composé de David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay,  
David Longworth et Tiff Macklem.*

— Octobre 2005 —

# RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

BANQUE DU CANADA



# LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA

## La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

## L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.

- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imposer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

## Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. Cette fourchette cible de maîtrise de l'inflation a été reconduite à quelques reprises, la dernière fois en mai 2001, lorsqu'il a été décidé d'en prolonger l'application jusqu'à la fin de 2006. La politique monétaire continuera donc d'être axée sur le maintien du taux d'inflation à 2 %, soit le point médian de la fourchette, afin de maximiser la probabilité que l'inflation demeure à l'intérieur de celle-ci et d'accroître la prévisibilité de l'inflation à long terme (Crawford, 2001).

## Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur un indice qui mesure l'inflation fondamentale — appelée *indice de référence* — en excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Cet indice est généralement un meilleur indicateur des mouvements futurs de l'IPC global que ne le sont les variations passées de l'IPC (Macklem, 2001).

# Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2005

BANQUE DU CANADA



## MONETARY POLICY REPORT

– October 2005 –

# Summary

## Overview

The global economy has continued to grow at a robust pace since the July *Monetary Policy Report Update*. Canada's economic growth in the first half of the year was somewhat stronger than had been expected. Overall, the economy now appears to be operating at full production capacity.

At the same time, the global and Canadian economies have continued to experience significant movements in energy prices. While the spikes in crude oil and gasoline prices caused by hurricanes in the Gulf of Mexico have already reversed, prices for natural gas and heating oil, as well as gasoline, are substantially higher than they were at the time of the July *Update*.

As well, the Canadian dollar has been trading in a higher range against the U.S. dollar since late summer, and has strengthened even further against other major currencies. This recent strength appears to be underpinned by fundamental factors, including high prices for crude oil and natural gas and Canada's generally solid economic performance.

Past and recent movements in energy prices and in the exchange rate for the Canadian dollar, along with competitive pressures from China

and other newly industrialized economies, are giving rise to significant ongoing adjustments in the Canadian economy. This has resulted in considerable variation in the growth patterns of sectors and regions, making an

## Highlights

- The Canadian economy appears to be operating at full capacity.
- The Bank projects that the Canadian economy will grow in line with production potential through 2007.
- CPI and core inflation are expected to be 2 per cent in the second half of 2006. But CPI inflation will average near 3 per cent until then, boosted by high energy prices.
- The risks to the Bank's outlook appear balanced over the next four to six quarters, but are tilted to the downside through 2007 and beyond.
- In line with the Bank's outlook, some further reduction of monetary stimulus will be required.

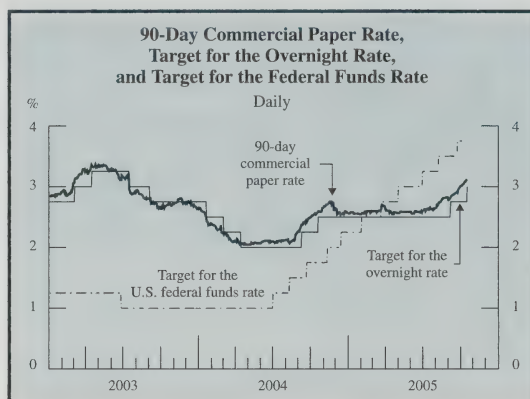
*This is a summary of the Monetary Policy Report of the Governing Council of the Bank of Canada. The Report is based on information received up to the fixed announcement date on 18 October 2005.*

assessment of overall capacity pressures and of the future growth of potential output particularly complex. Given these adjustments and the slow growth of productivity in recent years, the Bank has slightly reduced its estimate of potential output growth for 2005 and 2006.

The Bank's base-case projection sees the Canadian economy remaining at capacity through 2007. Real GDP is expected to grow at about the same pace as potential output over the projection period, averaging 2.8 per cent in 2005, 2.9 per cent in 2006, and 3 per cent the following year.

With the economy operating at capacity and with the increase in energy prices, pressures on consumer prices are somewhat stronger than they were at the time of the *July Update*. The annual rate of increase in the consumer price index (CPI) probably spiked above 3 per cent in September. On the assumption that energy prices evolve in line with currently prevailing futures prices, CPI inflation is projected to average near 3 per cent for the rest of 2005 and for the first half of 2006 before returning to the 2 per cent target in the second half. In contrast, core inflation should remain below 2 per cent in coming months. But with the economy operating at capacity and longer-term inflation expectations appearing to be well anchored, the Bank expects core inflation to return to 2 per cent by mid-2006.

The Bank's base-case outlook for output and inflation is subject to a number of risks and uncertainties. Over the next four to six quarters, these risks include the adjustment of the Canadian economy to global developments, uncertainty about the current level and future growth of potential output, and the evolution of energy prices. These short-term risks appear to be balanced. But looking further out to 2007 and beyond, there are increasing risks that the unwinding of



global economic imbalances could involve a period of weak global growth.

The Bank raised its key policy interest rate by 25 basis points on 7 September and again on 18 October, bringing it to 3 per cent.

In line with the Bank's outlook, and given that the Canadian economy now appears to be operating at capacity, some further reduction of monetary stimulus will be required to maintain a balance between aggregate supply and demand over the next four to six quarters, and to keep inflation on target. However, with risks to the global outlook tilted to the downside as we look to 2007 and beyond, the Bank will monitor international developments particularly closely. More generally, the Bank will continue to assess the adjustments and underlying trends in the Canadian economy, as well as the balance of risks, as it conducts monetary policy to keep inflation on target over the medium term.

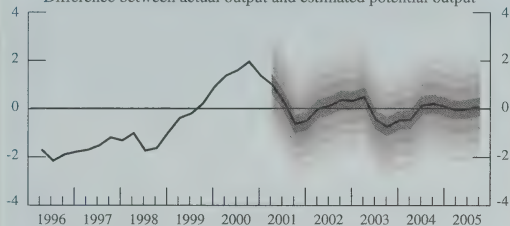
## Recent Developments

CPI inflation was quite volatile over the first eight months of 2005, owing to fluctuations in energy prices—particularly gasoline prices. It averaged slightly above the Bank's 2 per



**Estimated Output Gap\***

Difference between actual output and estimated potential output



\* The shading around the values of the estimated output gap shows (from darkest to lightest) confidence intervals of 25 per cent, 50 per cent, 75 per cent, and 95 per cent.

Note: The estimate for the third quarter of 2005 is based on a projected rise in output of 3 per cent (at annual rates) for the quarter.

cent target during this time, while core inflation averaged 1.6 per cent.

Real GDP grew at an annual rate of 2.7 per cent in the first half of 2005—somewhat stronger than projected. Final domestic demand continued to expand strongly.

At the time of the *July Update*, the Bank said that it expected the Canadian economy to have a slight amount of unused capacity at mid-year. The Governing Council now judges that the economy was operating at full capacity in the second quarter of 2005.

## ***Prospects for Growth and Inflation***

The Bank's base-case outlook for the global and Canadian economies incorporates a number of assumptions. These include energy prices consistent with current futures prices; a smooth and orderly resolution of global imbalances, involving a modest further depreciation of the U.S. dollar; and a relatively stable Canada-U.S. exchange rate in the recent range of 84 to 86 cents U.S. over the projection period.

The Bank's base-case outlook suggests that global economic growth will continue at about 4 per cent per year, since growth in China and other newly industrialized Asian economies should remain strong. The U.S.

economy is expected to grow by 3.5 per cent in 2005, somewhat less than the 3.7 per cent forecast in the *July Update*, mainly because of higher energy prices and the disruptive economic effects of hurricanes. Growth should pick up in 2006, since the effect of higher energy prices should be more than offset by spending on reconstruction efforts. U.S. growth is forecast to ease modestly in 2007, as domestic demand begins to slow in the face of higher policy interest rates and increased net savings by households and governments.

In Canada, the Bank projects that robust final domestic demand will continue to support economic growth through 2007. Business investment is expected to continue to increase strongly. Consumer spending should also continue to rise but at a somewhat slower pace than forecast in the *July Update*, partly because of higher energy prices. Housing investment will likely be little changed, and total spending by all levels of government should grow in line with revenues.

Growth abroad should lead to gains in exports, while substantial investment in machinery and equipment should boost imports. The past and recent appreciation of the Canadian dollar will also affect exports and imports. On balance, net exports are expected to exert a small drag on overall growth through 2006 and 2007.

All told, the Bank's base-case projection calls for Canada's average annual GDP to grow by 2.8 per cent this year, 2.9 per cent in 2006, and 3.0 per cent in 2007. CPI inflation is projected to return to the 2 per cent target in the second half of 2006. With the economy operating at capacity throughout the projection period and with inflation expectations well anchored, core inflation is expected to rise to 2 per cent by mid-2006.

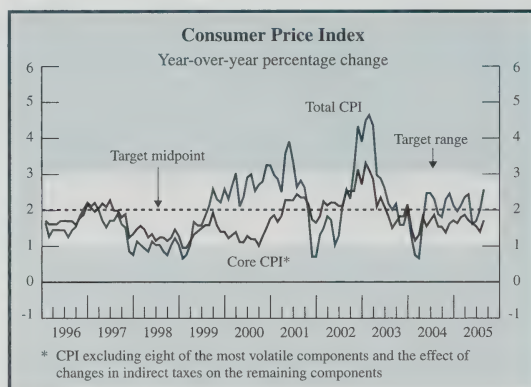


## Risks to the Outlook

Over the next four to six quarters, the risks to the Canadian outlook appear to be balanced. There are both upside and downside risks to global economic activity, particularly related to future energy prices and the pace of growth in China. There are still upside and downside risks to exports and imports related to how the Canadian economy continues to adjust to the appreciation of the Canadian dollar, higher commodity prices, and increased competition from China and other newly industrialized economies.

The ongoing adjustments and large changes in relative prices also pose some risks to the outlook for inflation. The sectoral and regional shifts occurring in the Canadian economy make the overall assessment of capacity pressures particularly complex. There is also a risk that, with the Canadian economy operating at capacity, the rise in energy costs could feed through more broadly to other prices, putting upward pressure on inflation. The potential for this to affect longer-term inflation expectations should be mitigated, however, by monetary policy clearly focused on achieving the 2 per cent target.

For 2007 and beyond, the risks are tilted to the downside. The principal risk is that, as household and government savings rates begin to rise in the United States, domestic demand elsewhere in the world will fail to pick up sufficiently to sustain world demand. The longer these global imbalances persist without appropriate policy actions being taken, the greater is the



risk of an abrupt and disorderly adjustment. This scenario would likely involve large movements in exchange rates and other asset prices and a sharp slowing in the world economy. The negative impact on the demand for Canadian-produced goods and services would have implications for the conduct of monetary policy.

Summary of the Base-Case Projection*							
	2005		2006			2007	
	Q3	Q4	Q1	Q2	H2	H1	H2
Real GDP (quarter-to-quarter percentage change at annual rates)	3.0 (2.7)	2.7 (3.3)	2.9 (3.5)	2.9 (3.5)	2.9 (3.3)	3.0	3.0
Real GDP (year-over-year percentage change)	2.6 (2.4)	2.8 (2.6)	2.9 (3.0)	2.9 (3.2)	2.9 (3.4)	2.9	3.0
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 (1.7)	1.6 (1.7)	1.7 (1.8)	1.9 (1.8)	2.0 (1.9)	2.0	2.0
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.7 (2.2)	2.9 (2.4)	2.8 (2.5)	2.8 (2.5)	2.0 (2.0)	1.9	1.9
WTI ** (level)	63 (60)	63 (61)	64 (61)	64 (61)	64 (60)	63	62

\* Figures in parentheses are from the July *Monetary Policy Report Update*.

\*\* Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 14 October 2005.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

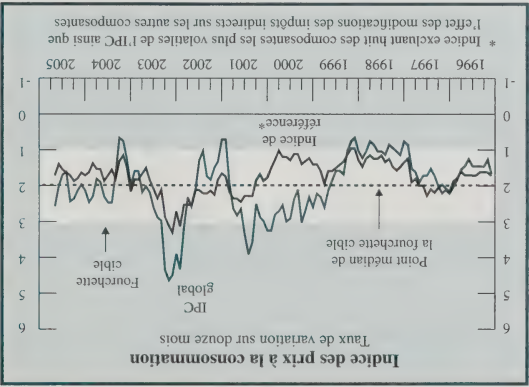
Telephone: (613) 782-8248; email: [publications@bankofcanada.ca](mailto:publications@bankofcanada.ca)  
or visit our website: [www.bankofcanada.ca](http://www.bankofcanada.ca)

dans un sens comme dans l'autre, qui tiennent à la manière dont l'économie canadienne continuera de s'ajuster à l'appréciation de sa monnaie, au renchérissement des produits de base et à la concurrence accrue de la Chine et d'autres économies nouvellement industrialisées.

Les ajustements en cours et les fortes modifications des prix relatifs laissent aussi planer des risques sur les perspectives de l'activité qui se produisent en ce moment entre les divers secteurs et régions du Canada rendent particulièrement complexe l'évaluation générale des pressions s'exerçant sur la capacité de production. Comme l'économie tourne à son plein potentiel, il est possible que les coûts accrus de l'énergie se repercutent de façon plus large sur les autres prix, ce qui augmenterait les pressions inflationnistes. Toutefois, la conduite d'une politique monétaire clairement axée sur l'atteinte de la cible de 2 % devrait atténuer le risque que cette situation ait une incidence sur les attentes d'inflation à long terme.

Pour 2007 et au delà, les risques à la baisse deviennent prépondérants. On craint principalement que, au moment où les taux d'épargne des ménages et des administrations publiques commenceront à se redresser aux États-Unis, la croissance de la demande intérieure dans les autres pays ne s'accroisse pas assez pour soutenir la demande mondiale. Plus les déséquilibres mondiaux persistent sans que des mesures publiques appropriées soient prises, plus le processus de correction risque d'être abrupt et désordonné. Un tel scénario donnerait probablement lieu à d'importantes variations des taux de change et des prix d'autres actifs ainsi qu'à un ralentissement marqué de l'économie mondiale. Les effets négatifs sur la demande de produits et

de services canadiens auraient alors des implications pour la conduite de la politique monétaire.



Résumé des projections selon le scénario de référence\*

	2007	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> sem.	3 <sup>e</sup> sem.	4 <sup>e</sup> sem.	2005	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> sem.	3 <sup>e</sup> sem.	4 <sup>e</sup> sem.	2006	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> sem.	3 <sup>e</sup> sem.	4 <sup>e</sup> sem.	2007
PIB réel (taux de variation trimestriel)	3,0	2,7	2,9	2,9	2,9	3,0	2,7	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	3,0
PIB réel (taux de variation annuel)	(2,7)	(3,3)	(3,5)	(3,5)	(3,5)	(2,7)	(3,3)	(3,5)	(3,5)	(3,5)	(2,7)	(3,3)	(3,5)	(3,5)	(3,5)	(3,0)
PB réel (taux de variation annuel)	2,6	2,8	2,9	2,9	2,9	2,6	2,8	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	3,0
Indice de référence (taux de variation annuel)	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
IPC global (taux de variation annuel)	2,7	2,9	2,8	2,8	2,8	2,7	2,9	2,8	2,8	2,8	2,8	2,0	2,0	2,0	2,0	1,9
WTI ** (niveau)	63	63	63	63	63	63	63	63	63	63	64	64	64	64	64	62

\* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire parue en juillet 2005.  
\*\* Hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermedie (en \$ E-U, le baril) fondée sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines se terminant le 14 octobre 2005.

Le Rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du Rapport au complet, du Sommaire ou de la Mise à jour, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.  
Téléphone : 613 782-8248  
Adresse électronique : publications@banqueducanada.ca  
Site Web : www.banqueducanada.ca

*Au cours des quatre à six prochains trimestres, les risques qui pèsent sur les perspectives de l'économie canadienne semblent équilibrés. L'activité économique mondiale reste sous la menace de risques tant à la hausse qu'à la baisse, qui tiennent principalement aux cours futurs de l'énergie et au rythme de croissance de la Chine. Le profil de croissance des exportations et des importations fait encore l'objet de risques,*

### **Risques pesant sur les perspectives**

de l'an prochain. En somme, dans son scénario de référence, la Banque estime que le PIB annuel croîtra en moyenne de 2,8 % cette année, de 2,9 % en 2006 et de 3,0 % en 2007. Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC devrait redescendre à la cible de 2 % au second semestre de 2006. Vu la pleine utilisation des capacités au sein de l'économie et le solide ancrage des attentes d'inflation, le taux d'augmentation de l'indice de référence devrait se hisser à 2 % d'ici le milieu de l'an prochain.

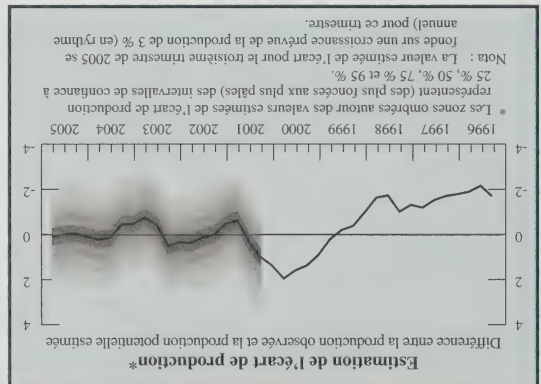
La croissance à l'étranger devrait entraîner des gains au chapitre des exportations, alors que des investissements substantiels en machines et en matériel devraient stimuler les importations. L'appréciation passée et récente du dollar canadien aura aussi une incidence sur les exportations et les importations. Dans l'ensemble, on s'attend à ce que les exportations nettes ne constituent qu'un faible frein à l'expansion de la demande globale en 2006 et en 2007.

Les investissements dans le secteur du logement devraient rester sensiblement inchangés, et les dépenses globales de tous les ordres de gouvernement augmenteront vraisemblablement au même rythme que les recettes. L'accroissement de l'épargne nette des ménages et des administrations publiques. Au Canada, la Banque prévoit que la croissance de la demande intérieure finale continuera de soutenir l'expansion économique jusqu'à la fin de 2007. Les investissements des entreprises devraient encore progresser fortement. On pense que les dépenses de consommation poursuivront aussi leur ascension, mais à un rythme quelque peu inférieur à ce qui avait été prévu dans la *Mise à jour* de juillet, en partie à cause du renchérissement de l'énergie. Les investissements dans le secteur du logement devraient rester sensiblement inchangés, et les dépenses globales de tous les ordres de gouvernement augmenteront vraisemblablement au même rythme que

les recettes. L'accroissement de l'épargne nette des ménages et des administrations publiques. Au Canada, la Banque prévoit que la croissance de la demande intérieure finale continuera de soutenir l'expansion économique jusqu'à la fin de 2007. Les investissements des entreprises devraient encore progresser fortement. On pense que les dépenses de consommation poursuivront aussi leur ascension, mais à un rythme quelque peu inférieur à ce qui avait été prévu dans la *Mise à jour* de juillet, en partie à cause du renchérissement de l'énergie. Les investissements dans le secteur du logement devraient rester sensiblement inchangés, et les dépenses globales de tous les ordres de gouvernement augmenteront vraisemblablement au même rythme que les recettes.

Le scénario de référence de la Banque concernant les économies mondiale et canadienne se fonde sur un certain nombre d'hypothèses. Parmi celles-ci, mentionnons une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours actuels des contrats à terme, une réaction progressive et ordonnée des déséquilibres mondiaux, accompagnée d'une nouvelle dépréciation modérée de la devise américaine, et un cours du dollar canadien relativement stable par rapport au dollar américain durant la période de projection, celui-ci se maintenant à l'intérieur de la fourchette de 84 à 86 cents É.-U. observée récemment.

### **Les perspectives en matière de croissance et d'inflation**





de projection, s'accroissant en moyenne de 2,8 % cette année, de 2,9 % en 2006 et de 3 % l'année suivante.

Étant donné que l'économie fonctionne aux limites de sa capacité et que l'énergie a renchéri, les pressions à la hausse sur les prix à la consommation se sont quelque peu renforcées depuis la parution de la *Mise à jour* de juillet. Le taux d'augmentation annuel de l'indice des prix à la consommation (IPC) s'est probablement hissé au-dessus de 3 % en septembre. En supposant que les cours de l'énergie suivront la trajectoire indiquée par les prix actuels des contrats à terme, l'inflation mesurée par l'IPC devrait avoisiner 3 % en moyenne pendant le reste de l'année et le premier semestre de 2006, avant de redescendre à la cible de 2 % au second semestre. Par contraste, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se maintenir au-dessous de 2 % au cours des prochains mois. Mais comme l'économie tourne à plein régime et que les attentes d'inflation de long terme semblent bien ancrées, la Banque s'attend à ce que le taux d'accroissement de l'indice de référence remonte à 2 % d'ici le milieu de 2006.

Le scénario de référence de la Banque relativement à la production et à l'inflation est enclenché d'un certain nombre de risques et d'incertitudes. Pour les quatre à six prochains trimestres, ces risques concernent notamment l'ajustement de l'économie canadienne aux changements en cours à l'échelle mondiale, l'incertitude entourant le niveau actuel et la croissance future de la production potentielle, ainsi que l'évolution des prix de l'énergie. Ces risques à court terme semblent équilibrés. Toutefois, le danger que la correction des déséquilibres économiques mondiaux puisse s'accompagner d'une période de faible expansion à l'échelle internationale s'accroît à partir de 2007.

La Banque a relevé son taux directeur de 25 points de base le 7 septembre et a noué le 18 octobre, pour le porter à 3 %.

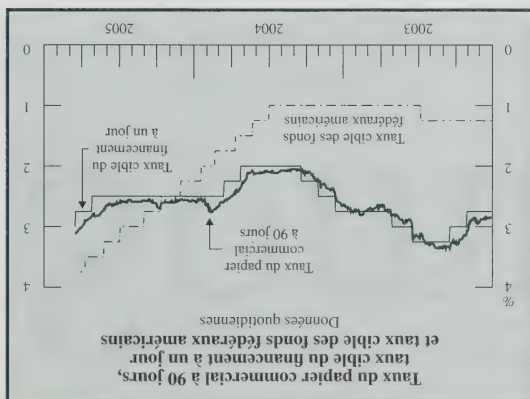
Tenant compte de sa projection et du fait que l'économie canadienne semble maintenant fonctionner aux limites de sa capacité, la Banque estime qu'il faudra encore réduire le degré de détente monétaire afin de maintenir l'équilibre entre l'offre et la demande globales au cours des quatre

## L'évolution récente

Le taux d'augmentation de l'IPC global a été très volatil au cours des huit premiers mois de l'année, en raison des variations des prix de l'énergie, notamment ceux de l'essence. En moyenne, durant cette période, ce taux a légèrement dépassé la cible de 2 % visée par la Banque, alors que l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est établie à 1,6 %.

Le PIB réel a progressé à un rythme annuel de 2,7 % au premier semestre de 2005, ce qui était légèrement supérieur aux prévisions. La demande intérieure finale, et notamment, à poursuivre son essor.

Au moment de la parution de la *Mise à jour* de juillet, la Banque était d'avis que l'économie canadienne affichait au milieu de l'année une faible marge de capacités excédentaires. Le Conseil de direction estime maintenant qu'elle tourne à plein régime au deuxième trimestre de 2005.



# RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— Octobre 2005 —

# Sommaire

## Vue d'ensemble

La croissance de l'économie mondiale s'est poursuivie à un rythme solide depuis la publication, en juillet, de la *Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire*. Au Canada, l'expansion a légèrement dépassé les prévisions au premier semestre de l'année. Considérée globalement, l'économie du

pays semble maintenant fonctionner aux limites de sa capacité de production.

Parallèlement, les économies mondiale et canadienne ont continué d'être marquées par de fortes variations des cours de l'énergie. Si les poussées des prix du pétrole brut et de l'essence causées par les ouragans qui ont frappé le golfe du Mexique se sont déjà inversées, les cours du gaz naturel et du mazout, ainsi que de l'essence, sont nettement supérieurs aux niveaux où ils se situaient en juillet, au moment de la parution de la *Mise à jour*.

En outre, le cours du dollar canadien

évolue dans une fourchette plus élevée par rapport au dollar américain depuis la fin de l'été et il s'est accru encore davantage vis-à-vis d'autres grandes devises. Cette vigueur récente semble être soutenue par plusieurs facteurs fondamentaux, dont les hauts niveaux des prix du pétrole brut et du gaz naturel ainsi que la tenue générale-ment robuste de l'économie canadienne.

Les fluctuations passées et récentes des cours de l'énergie et du taux de change du dollar canadien, de même que la concurrence livrée par la Chine et les autres pays nouvellement industrialisés, donnent lieu à d'importants ajustements au sein de l'économie canadienne. Ceux-ci ont entraîné des variations considérables dans les profils de croissance des divers secteurs et régions,

ce qui complique beaucoup l'évaluation des pressions s'exerçant sur l'appareil de production et de l'évolution future de la production potentielle. À la lumière des ajustements en cours et de la faible progression affichée ces dernières années par la production, la Banque a légèrement réduit son estimation de la croissance de la production potentielle pour 2005 et 2006.

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que l'économie canadienne continuera de tourner à plein régime d'ici la fin de 2007. Le PIB réel devrait progresser à peu près au même rythme que la production potentielle durant la période

## Faits saillants

- L'économie canadienne semble fonctionner aux limites de sa capacité.
- La Banque prévoit que l'économie canadienne progressera au même rythme que la production potentielle d'ici la fin de 2007.
- On s'attend à ce que les taux d'accroissement de l'IPC et de l'indice de référence se situent à 2 % au second semestre de 2006; jusque-là, cependant, l'inflation mesurée par l'IPC avoisinera 3 % en moyenne, sous l'impulsion des prix élevés de l'énergie.
- Les risques qui pèsent sur les prévisions de la Banque semblent équilibrés pour les quatre à six prochains trimestres, mais les risques à la baisse deviennent prépondérants à partir de 2007.
- À la lumière de sa projection, la Banque estime qu'il faudra encore réduire le degré de détente monétaire.



**APRIL 2006 Summary**  
**is bound at the end of the volume.**



A1  
N73  
M56

Library  
Collection



BANK OF CANADA

# Monetary Policy Report

April 2006

# CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY

## Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

## The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

## The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly announced a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. That inflation-control target range was extended a number of times, most recently in May 2001, in this last case to the end of 2006. Monetary policy aims to keep future inflation at the 2 per cent target midpoint of this range, both to maximize the likelihood that inflation stays within the target range and to increase the predictability of inflation over the longer term (Crawford 2001).

## Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank focuses on a *core* measure of CPI inflation that excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. Core inflation also tends to be a better indicator of underlying inflationary pressures than the latest twelve-month rate of increase in the total CPI (Macklem 2001).

Bank of Canada  
234 Wellington Street  
Ottawa, Ontario  
K1A 0G9

5312  
CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper

BANK OF CANADA

# MONETARY POLICY REPORT

— April 2006 —



*This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:  
David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay,  
David Longworth, and Tiff Macklem.*



Global imbalances are a global problem, and their resolution requires a global effort . . . . While the specific policy measures will vary from country to country, there are common principles that policy-makers everywhere should follow. These include the adoption of appropriate fiscal policies, the promotion of well-functioning labour and product markets, the provision of a well-functioning social safety net, policies that allow for an efficient and sound financial system, and a monetary policy focused on low, stable, and predictable inflation . . . . An orderly resolution of imbalances is in all of our interests.

David Dodge

*Governor, Bank of Canada  
6 February 2006*

# CONTENTS

<b>1. Overview</b>	<b>5</b>
<b>2. Recent Developments in Inflation</b>	<b>6</b>
Inflation and the 2 per cent target	6
Factors at work on inflation	7
<b>3. Financial Developments</b>	<b>15</b>
Interest rates and exchange rates	15
Credit conditions and other financial developments.	17
<b>4. The Outlook</b>	<b>20</b>
International	20
Aggregate demand and supply in Canada	23
Inflation	25
Risks to the base-case projection	28
<b>Bibliography</b>	<b>30</b>
<b>Technical Boxes</b>	
1. Changing the GST: Inflation Impact and Monetary Policy Implications	27
2. Adjustment of Global Savings and Current Account Imbalances over the Long Term.	29



## 1. OVERVIEW

The Canadian economy continues to grow at a solid pace, consistent with the Bank's outlook in the January *Monetary Policy Report Update*. The global economy has been robust, showing a little more momentum than had been anticipated. This has led to higher prices for many commodities which, along with strong domestic demand, have supported economic activity in Canada. At the same time, global competition and the past appreciation of the Canadian dollar continue to pose challenges for a number of sectors. All factors considered, the Canadian economy is judged to be operating at, or just above, its production capacity.

High and variable energy prices associated with the strength of global demand have kept total CPI inflation above the Bank's 2 per cent target. Core inflation has remained below 2 per cent, owing to persistent downward pressure from the prices of imported consumer goods.

Against this backdrop, the Bank raised its policy interest rate by one-quarter of one percentage point on 7 March and again on 25 April, bringing it to 4.0 per cent.

Canada's GDP is projected to grow by 3.1 per cent in 2006, in line with expectations in the January *Update*, and by 3.0 per cent in 2007, slightly stronger than previously expected. Growth in 2008 is expected to be 2.9 per cent. The Canadian economy is projected to operate slightly above its capacity through 2006 and to return to capacity by the end of 2008.

Total CPI inflation will continue to be volatile, affected by the evolution of energy prices. Based on prices embedded in energy futures markets, the Bank projects total CPI inflation (excluding any changes in the Goods and Services Tax) to average close to 2 per cent in 2007 and 2008. Upward pressure on inflation from excess demand in the economy is offset by downward pressure from the declining prices of many imported consumer goods. Core inflation is projected to rise to 2 per cent in the second half of this year and remain there through the end of 2008.

There are both upside and downside risks to the Bank's projection for growth and inflation. In the Bank's view, these risks are roughly balanced with a small tilt to the downside later in the projection period.

In line with the Bank's outlook for the Canadian economy, some modest further increase in the policy interest rate may be required to keep aggregate supply and demand in balance and inflation on target over the medium term. The Bank will closely monitor evolving developments in the Canadian economy in light of the cumulative increase in the policy interest rate since last September.

**Developments in the target for the overnight rate since the January Update:**

7 March 2006—up 25 basis points to 3.75 per cent

25 April 2006—up 25 basis points to 4.00 per cent

## 2. RECENT DEVELOPMENTS IN INFLATION

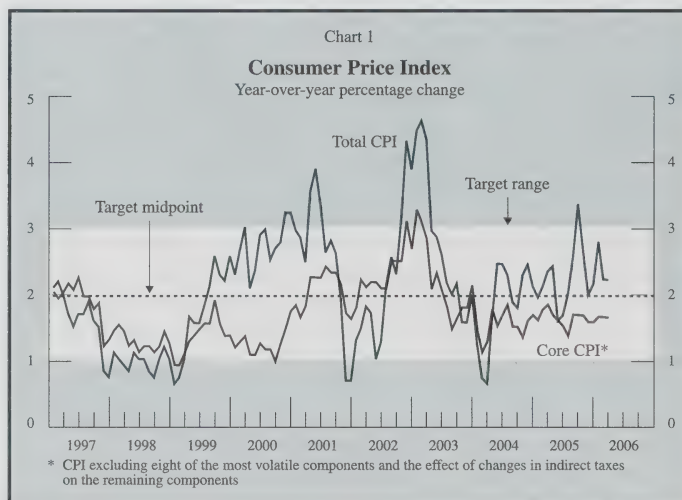
*CPI inflation averaged 2.5 per cent between September and March . . .*

The 12-month rate of increase in the total CPI was somewhat higher than the Bank's 2 per cent inflation-control target, averaging 2.5 per cent for the period between September 2005 and March 2006. This chiefly reflected considerable increases in energy prices at the consumer level. On the other hand, the core rate of inflation averaged 1.7 per cent over the same period, reflecting continued downward pressure from import prices.<sup>1</sup>

### Inflation and the 2 per cent target

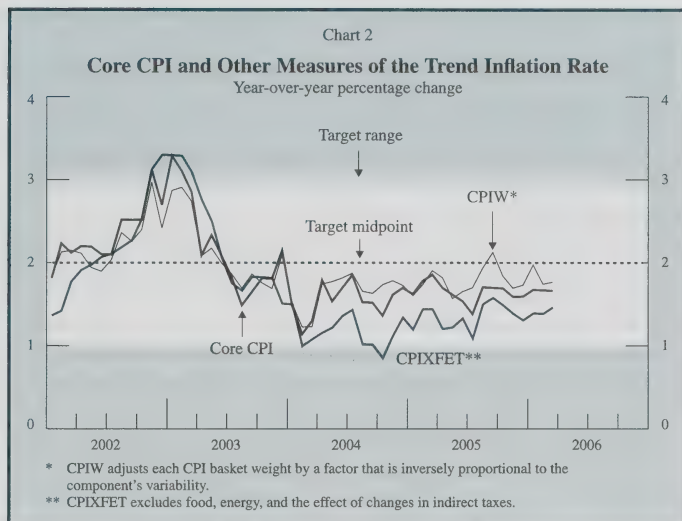
*. . . and continued to show considerable volatility.*

The inflation rate for the total CPI has been quite volatile, moving in a range between 2.0 and 3.4 per cent since the October *Monetary Policy Report* (Chart 1). This was caused by ongoing fluctuations in gasoline prices and marked increases in consumer prices for natural gas.



1. The core measure of inflation excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. The eight components removed are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs.





The core rate of inflation has remained very stable in recent months at about 1.7 per cent. Other measures of the trend rate of inflation that the Bank follows have also remained below 2 per cent (Chart 2).

*Core inflation and other measures of trend inflation stayed below 2 per cent.*

Although the Canadian economy has been operating close to its full production capacity since the second quarter of 2004, the prices of many import-intensive goods have continued to fall, reflecting declines in the world prices of many manufactured goods and the past appreciation of the Canadian dollar. This continued to put downward pressure on core inflation.<sup>2</sup> There has been relatively little evidence that higher energy costs are being passed more generally to the prices of other goods and services.

## Factors at work on inflation

### Aggregate demand and adjustments to global developments

In the second half of 2005 and into early 2006, the Canadian economy continued to grow steadily, even as it underwent significant adjustments in response to global developments and associated changes in relative prices. These developments included strong world economic growth, high and volatile energy prices, high price levels for many other commodities, declining prices for

*With much higher energy prices . . .*

2. Over the past year, reductions in the prices of non-auto durable and semi-durable goods (both of which have high import content) took 0.3 percentage points off core inflation.

*... Canada's terms of trade improved considerably in the second half of 2005.*

*Canada's real GDP grew as expected ...*

*... with strong gains in final domestic demand.*

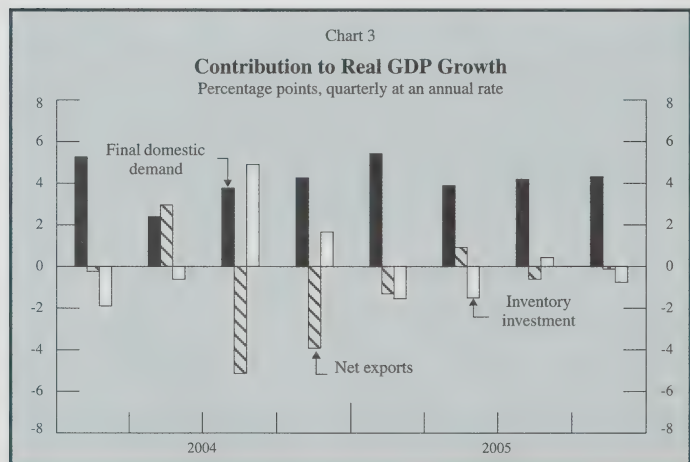
*Businesses continued to significantly increase capital spending ...*

many manufactured goods, and the appreciation of the Canadian dollar.

The surge in world energy prices improved Canada's terms of trade (the price of exports relative to the price of imports) considerably in the second half of 2005. With this improvement, real income rose more rapidly than real output (measured by real GDP), as evidenced by substantial gains in corporate profits, labour income, and government revenues.

Canada's real GDP grew at an annual rate of 3 per cent in the second half of 2005, as expected at the time of the *January Update*. Consequently, the level of economic activity at the end of last year was very close to what had been anticipated. Based on available indicators, it appears that real GDP grew by about 3.2 per cent in the first quarter of 2006, driven by many of the same factors that were evident through the second half of last year.

Final domestic demand continued to contribute significantly to GDP growth in the second half of 2005, while net exports were little changed over the period (Chart 3). Businesses, facing competitive pressures to reduce costs and increase productivity in some instances, and capacity constraints in others, undertook further sizable increases in capital spending. These increases were supported by strong overall profitability, ongoing reductions in the prices of imported machinery and equipment, and favourable financing conditions. The growth of household expenditures eased somewhat over this period, following a marked increase in the first half of 2005.



With continued strong growth in the global economy, Canada's exports rose substantially. Indeed, export growth strengthened appreciably in the second half of 2005, owing largely to a recovery in exports of automotive products. At the same time, import growth also picked up, boosted by the considerable growth in final domestic demand.

*... and there was substantial growth in exports and imports.*

High global prices for energy commodities and metals helped to maintain very high levels of profitability in oil and gas extraction, mining, and related processing industries during the second half of 2005 and into 2006. Production in these industries also picked up noticeably in the second half of 2005, having been held back earlier in the year by temporary disruptions. As a result, capital spending has strengthened appreciably, and plans indicate further strong gains in investment spending for this year. Expenditures on pipeline infrastructure are also being markedly increased. While the economic impact of higher capital spending by energy-related firms is most apparent in Western energy-producing provinces, some activity in other provinces is also being generated by related purchases of goods and services.

*Energy-related capital spending has risen very strongly...*

In most sectors with a low exposure to foreign competition, such as construction and wholesale and retail trade, profitability remained strong in the second half of 2005. Output rose solidly, bolstered by strong gains in final domestic demand and, in some cases, lower costs for imported products. Employment in these sectors has risen appreciably since the middle of last year.

Over the same period, profitability weakened in many parts of the manufacturing sector because of the continuing impact of the strong Canadian dollar, higher energy costs, and strong competition from emerging economies (especially China). As a result, employment in manufacturing has continued to fall considerably as many firms restructured their operations. To further improve productivity and decrease costs, manufacturers increased capital spending substantially in 2005, and additional investment is expected this year. With these various initiatives, manufacturing productivity rose by some 6.5 per cent at an annual rate between the second and fourth quarters of 2005. Thus, output continued to increase even as employment in the manufacturing sector declined.

*... while many manufacturing firms continue to restructure their operations.*

### Estimated pressures on capacity

Most of the indicators of capacity pressures suggest that the economy was operating at or above its production capacity in the first quarter of 2006.

In the Bank's spring *Business Outlook Survey*, the percentage of firms reporting labour shortages or difficulties meeting an unanticipated

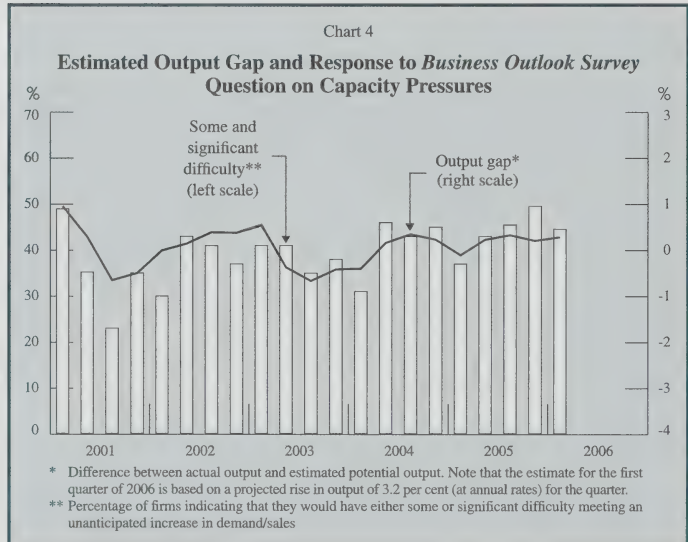
increase in demand remained above average, although there was some easing from the preceding survey (Chart 4). The Bank's conventional measure of the output gap also suggests that the economy was operating slightly above its potential in early 2006 (Chart 5). Statistics Canada's measure of capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector has been indicating considerable pressure on production capacity for some time.

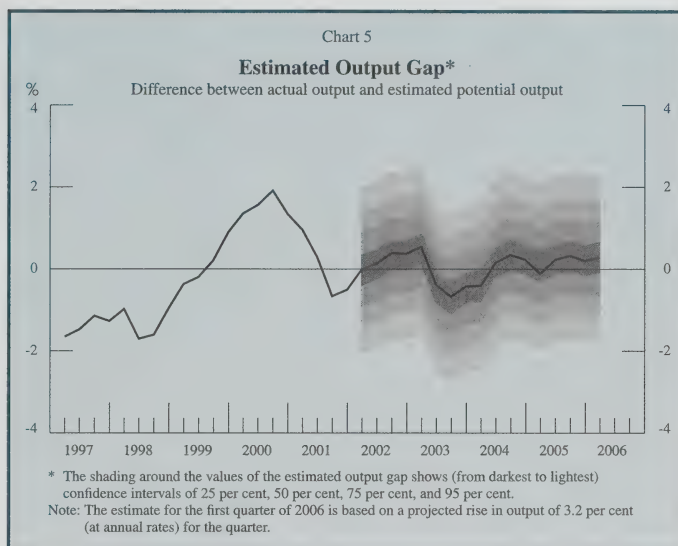
Labour market indicators suggest, in general, that the economy is operating close to potential. Wage developments and the recent evidence of a pickup in labour productivity growth are discussed in the next section of this report.

In contrast, core inflation seems to be pointing to less pressure on capacity, having stayed below 2 per cent since the end of 2003. As noted earlier in this report, however, the downward pressure on the core rate has also reflected ongoing reductions in the prices of many finished manufactured goods partly related to new production in Asia. And total CPI inflation has been running above 2 per cent, largely reflecting tightness in global energy markets that is also partly related to the strong economic growth in Asia. On balance, the information from consumer prices does not provide much evidence of excess supply.

Based on a review of all the indicators of capacity pressures, it is the judgment of the Governing Council that the Canadian economy was operating at, or just above, its production capacity in early 2006.

*The economy was operating at, or just above, its production capacity in early 2006.*





## Wages and productivity

Growth in aggregate wages picked up in the second half of 2005 after several years of subdued gains, although it appears that the rate of increase eased somewhat in early 2006. A good indicator of the underlying trend in wages is the average hourly wages of permanent workers reported in the Labour Force Survey. That measure indicates that the rate of increase in aggregate wages has ranged between 3 and 3 3/4 per cent since mid-2005 (Chart 6).

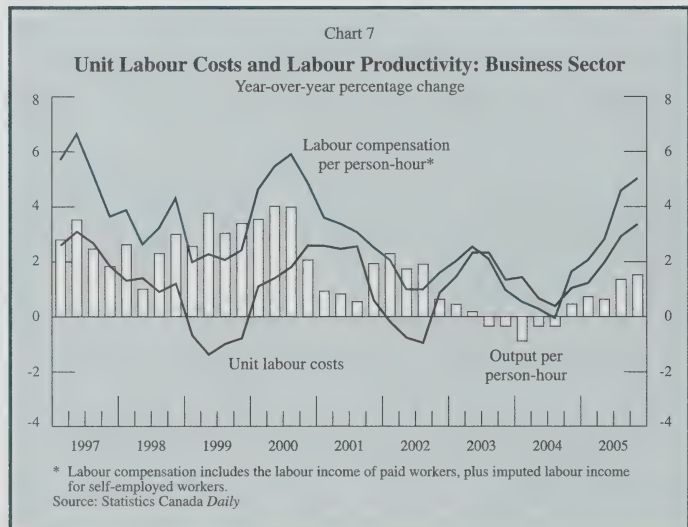
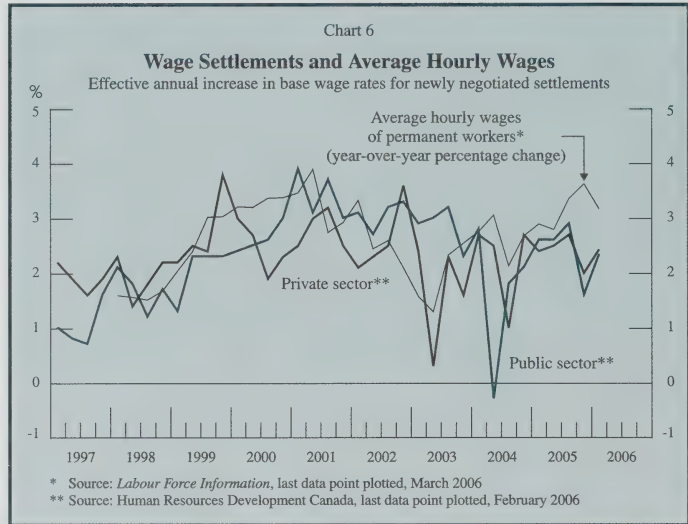
Wage increases in oil- and gas-producing provinces continue to be conspicuously higher than those in other parts of the country. This reflects the differing pressures in labour markets, which have encouraged workers to move—or commute—to Alberta from other provinces.

After a two-year period of essentially no change, labour productivity growth accelerated in the second half of 2005, with productivity in the fourth quarter up 1 1/2 per cent from a year earlier (Chart 7). This brought it closer to the Bank's assumption for trend labour productivity growth over the longer term of about 1 3/4 per cent. At the sectoral level, strong productivity growth broadened beyond manufacturing and wholesale trade to include transportation and warehousing, information and cultural industries, and accommodation and food services. Together with the recovery in aggregate productivity growth, this evidence of broadening is particularly encouraging.

*The underlying trend in wages is running between 3 and 3 3/4 per cent . . .*

*. . . and labour productivity picked up.*





The data also show a rise of 5 per cent in hourly labour compensation over the past year (Chart 7), and—after productivity gains are taken into account—a 3 1/2 per cent rise in unit labour costs in the year ending in the fourth quarter of 2005. This result, however, was boosted by unusually large one-time payments, such as bonuses and commissions. Underlying labour compensation gains of 3 to 3 3/4 per cent and productivity growth of 1 1/2 per cent, are consistent with increases in unit labour costs close to 2 per cent.

## Commodity and output prices and the terms of trade

The price for light crude oil (West Texas Intermediate), which was US\$65 per barrel at the time of the January *Update*, averaged US\$70 in the ten days ending on 21 April 2006. Prices for Canadian heavy crude oil, which had been considerably weaker since late 2005, have rebounded markedly so far in April.<sup>3</sup> Over the past three months, natural gas prices have fallen to about \$7 per MMBtu, considerably below the levels estimated last autumn. This chiefly reflects the easing of demand caused by unusually mild winter weather conditions in North America.

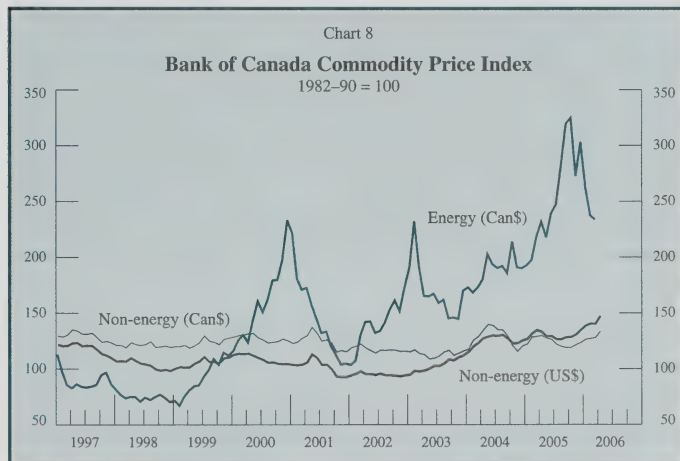
The prices of non-energy commodities have risen further in recent months (Chart 8). Metals prices, in particular, saw substantial gains, driven by the combination of robust global demand and constrained supply.

With the significant improvement in Canada's terms of trade in the second half of 2005 (Chart 9), the chain price index for GDP (a broad price measure of the goods and services produced in Canada) rose 4.1 per cent between the fourth quarter of 2004 and the fourth quarter of 2005 (Chart 10). As a result, nominal GDP rose by a marked 7.1 per cent over the same period. The strong growth in real income provided considerable support for the substantial advance in final domestic demand.

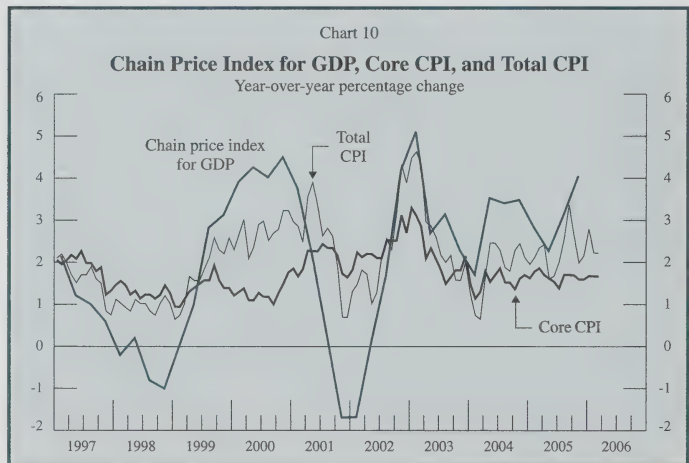
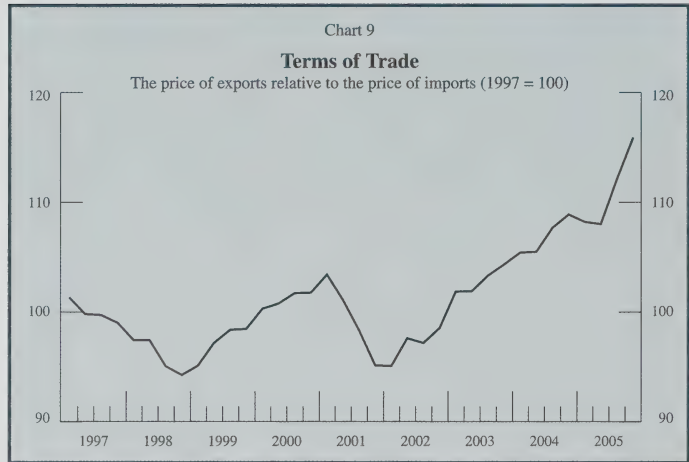
The recent decline in the price of natural gas is expected to contribute to a modest reduction in early 2006 in Canada's terms of trade and, thus, in the growth of nominal GDP.

*Natural gas prices have fallen back markedly since the fourth quarter of 2005 . . .*

*. . . while the prices of non-energy commodities have risen further.*



3. Heavy crude oil accounts for close to 40 per cent of total Canadian crude oil production. The substantial easing (over and above normal seasonal fluctuations) in prices for Canadian heavy crude oil in late 2005 and early 2006 chiefly reflected the recent expansion of oil sands production, combined with a lack of sufficient pipeline and upgrading capacity to convert this additional output of heavy crude oil to lighter grades. Additional pipeline capacity has been a major factor in the subsequent rebound in prices.

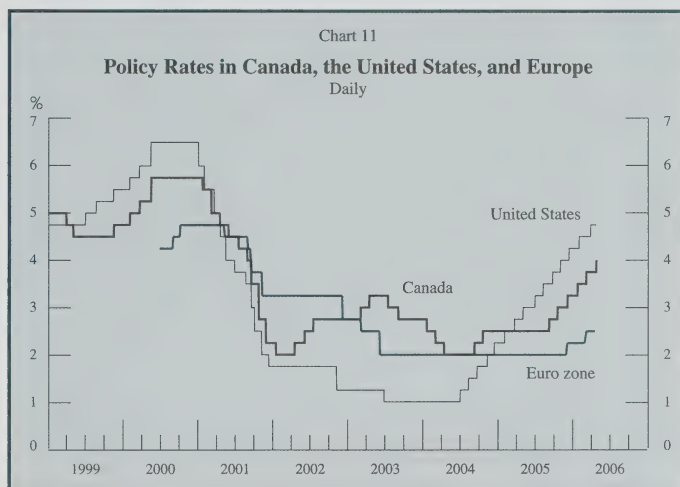


### 3. FINANCIAL DEVELOPMENTS

#### Interest rates and exchange rates

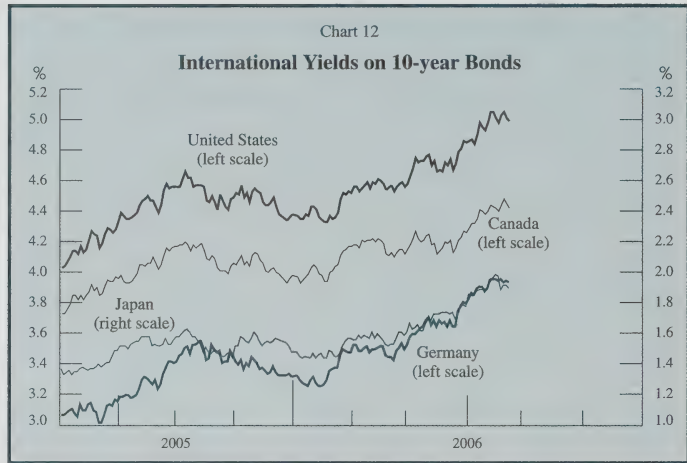
Over the past six months, policy rates in a number of the industrialized countries have moved higher, against the background of continued strength in the global economy (Chart 11). The U.S. Federal Reserve, the European Central Bank, and the Bank of Canada have raised their respective policy rates, while the Bank of Japan has recently announced the gradual removal of its policy of quantitative easing. Financial market expectations of short-term interest rates have tended to move up since the *Update*, consistent with favourable economic developments.

*Policy rates in industrialized countries continued to move higher.*



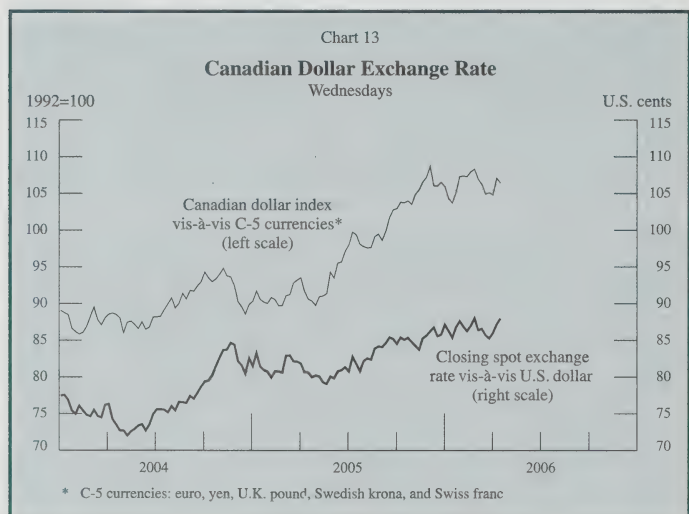
Higher actual and expected policy rates in most industrial countries helped push up yields on longer-term bonds (Chart 12). Long-term yields had been particularly low, partly because of technical demand factors, as well as the global imbalance between desired savings and desired investment. Yields on Canadian bonds have also trended upwards since the last *Update*. However, the spread between the yields on U.S. and Canadian bonds has widened across all maturities since January, as the yields on U.S. government bonds of comparable maturities moved up by more.

*The removal of liquidity helped to push up yields on longer-term bonds.*



*The Canadian dollar is relatively firm against most major currencies.*

The Canadian dollar has been relatively firm against most major currencies since the January *Update*, and it has traded in a slightly higher and wider range against the U.S. dollar (roughly 85 1/2 to 88 1/2 cents U.S.) than was noted at that time (Chart 13). Fundamental factors such as rising commodity prices, particularly prices for energy and metals, have continued to support the Canadian dollar over the period, largely offsetting the impact of negative Canada-U.S. interest rate differentials.





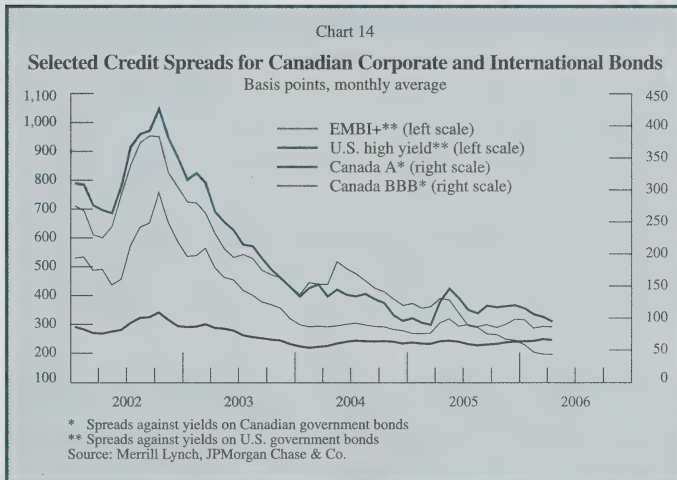
## Credit conditions and other financial developments

Credit spreads on corporate bonds have remained low in recent months, but because interest rates have been higher on Canadian government bonds, firms generally face modestly higher borrowing costs than at the time of the *October Report*.

Despite this rise, business credit conditions continue to be very favourable (Chart 14). Supported by record profit margins, corporate balance sheets have continued to improve, with non-financial firms now holding historically high cash balances, particularly those in the resource-related sector concentrated in Western Canada. Reflecting these healthy corporate financial results, the TSX has risen strongly. These robust financial conditions augur well for continued strong investment by businesses.

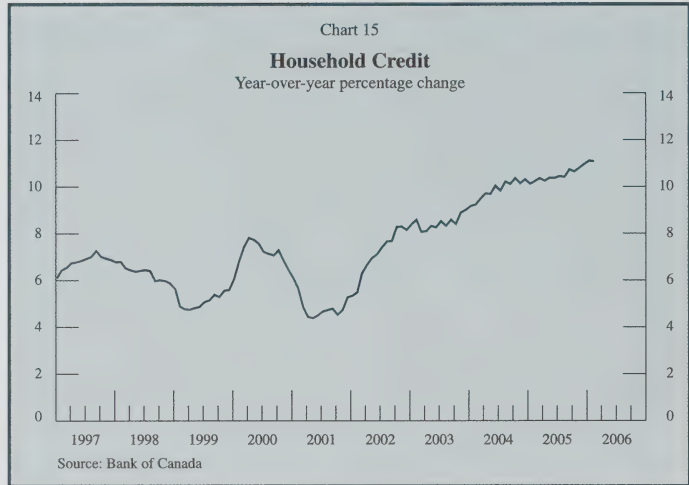
*Favourable credit conditions for businesses and healthy corporate balance sheets . . .*

*. . . augur well for business investment.*



The growth in household borrowing has continued to trend upwards since the *October Report* (Chart 15), largely reflecting strong activity in the housing market. With home resales and housing starts showing renewed vigour, the growth of mortgage credit is accelerating. In addition, rising house prices and financial innovation continue to bolster consumer borrowing secured by home equity, either through mortgage refinancing or through home-equity lines of credit. These home-equity withdrawals have provided support to recent household spending. Strong credit

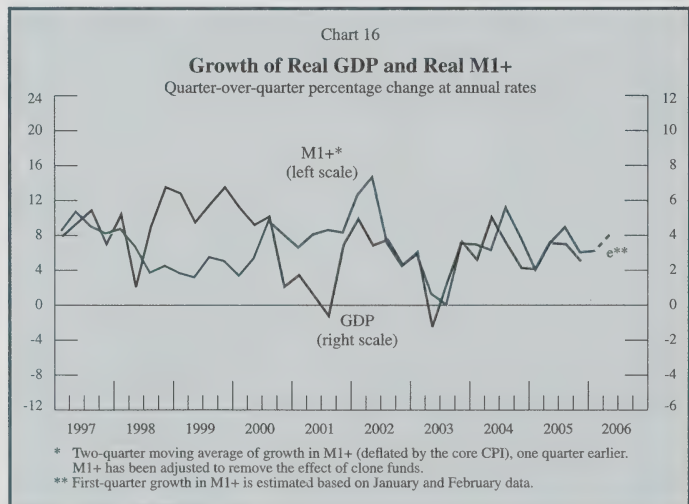
*Strong household borrowing continues to support consumer spending . . .*

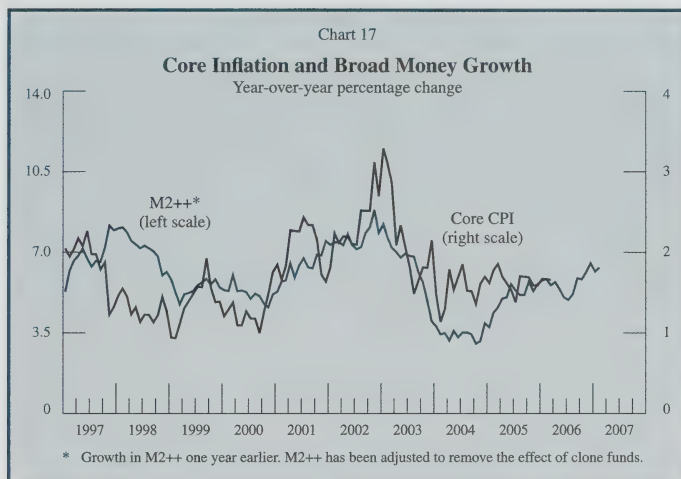


growth is expected to continue to support expenditures on housing and consumption through the first half of 2006.

*... and growth in narrow money points to robust output growth in the first half of 2006.*

Since the *October Report*, growth in narrow money (M1+) has picked up, largely owing to stronger business deposits. This stronger growth suggests some pickup in real output growth in the first half of 2006 (Chart 16). Over the same period, growth of broad money (M2++) has also picked up slightly (Chart 17), which is consistent with a modest rise in core inflation through 2006.





## 4. THE OUTLOOK

This section sets out the base-case projection for the global economy through to the end of 2008, followed by the corresponding base-case projection for the Canadian economy. The base-case projection has been developed assuming a smooth and orderly resolution of global imbalances involving supportive policy actions to rebalance global demand and a gradual real effective depreciation of the U.S. dollar. Energy prices are assumed to be consistent with current futures prices. A discussion of the risks to the base-case projection concludes the section.

### International

*The global economy continues to expand at a robust pace.*

*GDP growth in China has continued to surprise on the upside . . .*

*. . . and growth has picked up in Japan.*

Global output rose 4.7 per cent in 2005, which was somewhat higher than expected, with most major overseas economies participating in the expansion. After another strong year in 2006, growth in the global economy is expected to ease somewhat in 2007 and 2008 as excess capacity becomes more fully utilized. (See Table 1.) Despite the robust global economic expansion and higher energy prices, there are, as yet, few signs of a buildup of underlying inflationary pressures at the consumer level. Monetary authorities in many countries have already taken policy actions to promote sustainable, non-inflationary growth.

Growth in newly industrialized Asian economies advanced rapidly, with GDP growth in the region averaging 9.0 per cent in 2005, somewhat stronger than anticipated. China's economy expanded by 9.9 per cent, boosted mainly by robust investment and exports. Revisions to the Chinese national accounts suggest that growth in the service sector in China has been substantially higher than earlier reported. Over the projection horizon, economic growth in China is expected to continue at a strong though slightly more moderate pace, with a shift in the composition of demand towards private consumption.

Economic growth in Japan has also been stronger and more broadly based than anticipated in earlier *Reports*. The Japanese economy advanced 2.7 per cent in 2005, led by growth in investment and household spending, although export growth also remains robust. In 2006, economic growth in Japan is expected to strengthen further, driven largely by domestic demand, before easing to a rate consistent with the growth of production capacity in subsequent years.

Economic growth in the European Union continues to be modest, although somewhat better than anticipated in the *October Report*, at 1.5 per cent for 2005. Growth has been supported by relatively solid exports and investment. Business surveys point to further improvement ahead, and accommodative monetary conditions should continue to support a gradual expansion going forward.

*The European Union is recovering.*

In the United States, real GDP expanded by 3.5 per cent in 2005, with economic activity slowing more than expected towards the end of the year. Monthly indicators suggest that the economy has picked up markedly in early 2006, led primarily by strong domestic demand. Partly related to post-hurricane rebuilding, business investment remains supportive of growth in 2006. Overall, inflationary pressures have remained relatively contained in the United States, despite high and volatile energy prices. The U.S. economy is expected to continue to expand strongly in 2006, with real GDP growth of 3.5 per cent. Growth is then expected to moderate to 3.2 per cent in 2007 and to 3.1 per cent in 2008. This is largely due to a levelling off in the housing market, higher interest rates, and some fiscal consolidation, all of which should contribute to a slowing in consumer spending.

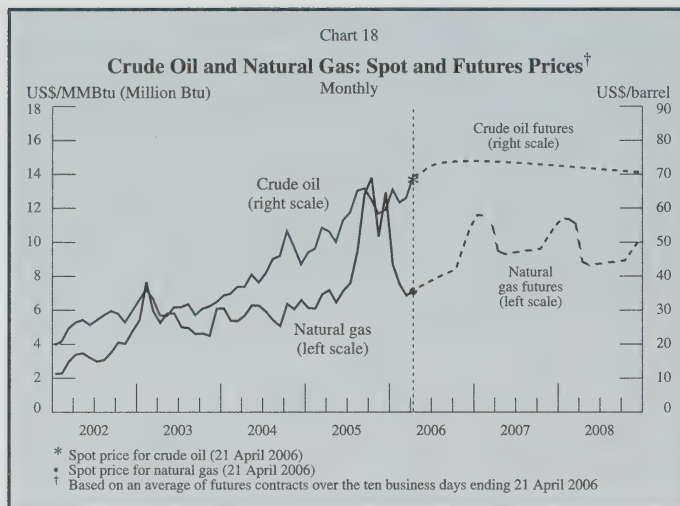
The continued strength in commodity prices since the January *Update* has reflected the robust global economy. Futures prices for crude oil for the remainder of 2006 and through 2007 are higher than those in the January *Update*, while those for natural gas are slightly lower (ranging from US\$8 to US\$11.50 per MMBtu) over the remainder of this year and largely unchanged for 2007 (Chart 18). The Bank incorporates these futures prices for energy as the assumptions underlying its base-case projection. Prices for non-energy commodities are generally assumed to remain firm, consistent with sustained global growth.

*Growth in the U.S. economy is projected to continue at 3.5 per cent in 2006 before moderating gradually.*

The global outlook in this base-case projection involves an orderly resolution of global imbalances stemming from policies to rebalance global demand and market-led adjustments, including a gradual real effective depreciation of the U.S. dollar. The rebalancing is supported by a reduction in the U.S. fiscal deficit and policies that support domestic demand growth elsewhere, including ongoing structural reform in Europe and Asia. The weaker U.S. dollar, combined with a rise in U.S. long-term interest rates, is expected to lend support to the rotation in the composition of U.S. aggregate demand growth away from domestic sources to external ones.

*The base-case projection involves a gradual rebalancing of global demand.*





**Table 1**  
**Global Growth Projections<sup>a</sup>**

	Share of real global GDP <sup>b</sup> (per cent)	Expected growth (per cent) and percentage point contribution to global economic growth <sup>c</sup>			
		Projection			
		2005	2006	2007	2008
United States	20	3.5 [0.70]	3.5 [0.70]	3.2 [0.64]	3.1 [0.62]
European Union	19	1.5 [0.28]	1.8 [0.33]	2.0 [0.37]	2.3 [0.43]
Japan	6	2.7 [0.17]	2.9 [0.19]	2.1 [0.13]	1.9 [0.12]
China and Asian NIEs <sup>d</sup>	19	9.0 [1.67]	8.7 [1.63]	8.2 [1.53]	7.7 [1.44]
Others	36	5.3 [1.92]	5.4 [1.96]	5.4 [1.94]	5.1 [1.85]
World	100	4.7	4.8	4.6	4.4

- a. Note that the growth rates for "China and Asian NIEs," "Others," and, hence, "World" are not directly comparable with those in previous *Monetary Policy Reports and Updates*, owing to a change in methodology. This change reflects the adoption of a more detailed country breakdown and an updated weighting scheme, which is closer to the methodology used in the IMF *World Economic Outlook*.
- b. GDP shares are based on the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2005. Source: IMF, WEO Database, April 2006
- c. Numbers in square brackets represent the contribution of each region to the global economic growth rate in percentage points.
- d. NIEs are newly industrialized economies. These include Hong Kong (Special Administrative Region), Korea, Taiwan (Province of China), and Singapore.

The exchange rate adjustment envisaged in the base-case projection involves a depreciation of the U.S. real effective exchange rate of about 7 per cent by the end of the projection horizon. At the same time, the currencies of emerging Asia, Japan, and some of the oil-exporting countries, which did not experience a significant real appreciation in 2002 to 2004, are expected to appreciate the most against the U.S. dollar. It is assumed in the base-case projection that only a small fraction of this U.S.-dollar depreciation will be against the Canadian dollar, and will occur late in the projection period.

### Aggregate demand and supply in Canada

This scenario of strong global growth with a gradual rebalancing of demand is broadly supportive of continued economic expansion in Canada, but the primary engine of growth in Canada is expected to continue to be growth in final domestic demand (Table 2).

Increases in business investment are expected to remain strong over the projection horizon. Factors contributing to further substantial gains in capital spending this year and next include the ongoing global economic expansion, expectations of relatively high levels for commodity prices, continued strong profits overall,

*Growth in final domestic demand is expected to remain the key driver of economic expansion in Canada through 2008.*

*Business investment is expected to remain strong . . .*

**Table 2**  
**Contributions to Average Annual Real GDP Growth\***  
Percentage points

	2006	2007	2008
Consumption	1.8 (1.7)	1.6 (1.6)	1.6
Housing	0.1 (-0.2)	-0.1 (0)	-0.1
Government spending	0.9 (1.0)	0.9 (0.9)	0.6
Business fixed investment	1.0 (0.9)	0.8 (0.7)	0.7
<i>Subtotal: Final domestic demand</i>	<i>3.8 (3.4)</i>	<i>3.2 (3.2)</i>	<i>2.8</i>
Exports	1.7 (2.1)	1.4 (1.6)	1.2
Imports	-2.1 (-2.4)	-1.6 (-1.9)	-1.1
<i>Subtotal: Net exports</i>	<i>-0.4 (-0.3)</i>	<i>-0.2 (-0.3)</i>	<i>0.1</i>
Inventories	-0.3 (0)	0 (0)	0
GDP	3.1 (3.1)	3.0 (2.9)	2.9

\* Figures in parentheses are from the base case in the January Update.

*... and consumer spending is projected to rise solidly.*

*Net exports are expected to exert a small drag on growth for some time.*

*GDP growth in Canada is projected to moderate from just above 3 per cent in 2006 to just below 3 per cent in 2008.*

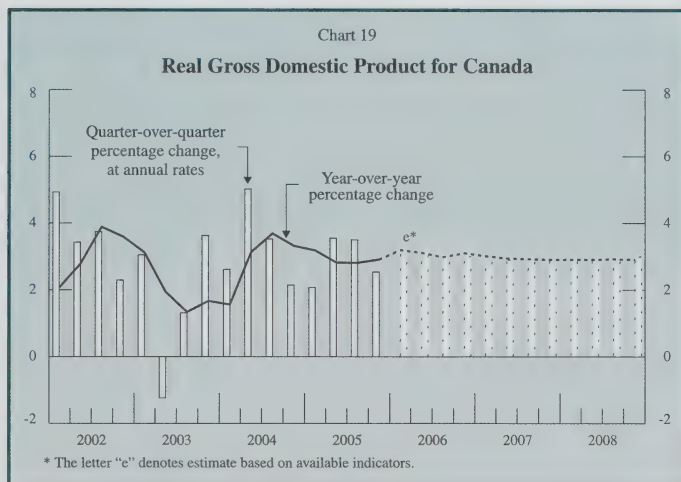
very solid balance sheets, and declining prices for imported machinery and equipment.

Consumer spending is expected to rise solidly over the projection period, reflecting further substantial gains in real disposable incomes. After considerable increases in recent years, housing investment is expected to rise a little further this year, and is, indeed, somewhat stronger than projected in the *January Update*. Investment in housing is then expected to ease slightly through 2007 and 2008.

Overall, government spending on goods, services, and transfers is assumed to increase at about the same rate as revenues over the projection period. Accordingly, growth in expenditures by all levels of government combined is projected to be quite strong in 2006 and 2007, before easing somewhat in 2008.

Exports are projected to rise further as a result of the continued global economic expansion and significant additions to the production capacity for commodities in Canada. At the same time, further increases in investment in machinery and equipment should boost imports. Accordingly, net exports are still expected to exert a small drag on overall growth for some time, with the effect diminishing over the projection horizon.

The Bank's base-case projection calls for annual average GDP growth to be 3.1 per cent in 2006, 3 per cent in 2007, and 2.9 per cent in 2008 (Chart 19, Table 3). The assumption for potential output growth is 2.9 per cent in 2006 and 3.0 per cent in 2007 and 2008. This implies that the economy would be in slight excess demand in 2006, before returning to potential output by the end of the projection period. In the base-case projection, the slowing in U.S. economic growth, combined with the lagged effects of past interest rate increases, as well as some modest further increase in interest rates across the yield curve, will bring aggregate demand and supply back into balance.



## Inflation

After edging up at the time of the *October Report*, most indicators of near-term inflation expectations that the Bank follows have eased back recently. As well, key medium- and longer-term measures continue to be well anchored to the 2 per cent target. In the Bank's spring *Business Outlook Survey*, 78 per cent of firms expected total CPI inflation to be within a range of 1 to 3 per cent, on average, over the next two years, and the percentage of respondents expecting inflation to be above 3 per cent has decreased from the autumn survey. Moreover, the average private sector forecast for total CPI inflation in both 2006 and 2007 is just under 2 per cent, while consensus forecasts of inflation over the longer term continue to be near 2 per cent.

Total CPI inflation is projected to average about 2.5 per cent in the first half of 2006 and to average close to 2.0 per cent through 2007 and 2008 (excluding the effect of any changes in the GST). Movements in the 12-month rate of increase in the total CPI will be importantly affected by developments in the markets for crude oil and natural gas (Chart 18). Consumer prices for natural gas are projected to decrease substantially over the remainder of 2006, as the recent downturn in wholesale prices becomes more fully reflected in regulated prices and contracts. Note also that, total CPI inflation may fall temporarily well below 2 per cent in September 2006, since there was a surge in energy prices a year earlier, following disruptions to U.S. production from hurricane damage.

*Indicators of near-term inflation expectations have eased back, and longer-term measures continue to be well anchored to 2 per cent.*

*Total CPI inflation is projected to average about 2.0 per cent in 2007 and 2008.*

*This outlook does not include a cut in the GST.*

This outlook for inflation does not take into account the federal government's announced intention to cut the Goods and Services Tax (GST) this year from 7 per cent to 6 per cent. The Bank estimates that this one-percentage-point cut in the GST will result in a direct reduction of about 0.6 per cent in the CPI in the month of its implementation. This will cause a reduction of 0.6 percentage points in the year-over-year rate of change in the CPI for the 12 months following implementation. With inflation expectations well anchored, the Bank does not expect second-round effects on inflation from the change. (A fuller description of the expected impact of a GST cut appears in Technical Box 1.)

*The core rate of inflation should return to the 2 per cent target in the second half of 2006 and remain there over the rest of the projection period.*

Core inflation should remain below 2 per cent through the first half of 2006, but rise to 2 per cent in the second half of this year, earlier than expected in the January *Update*, owing to increases in electricity prices. Ongoing downward pressure on core inflation from reductions in the prices of manufactured goods should be offset by the upward pressure on inflation coming from the economy operating with slight excess demand. These offsetting factors are projected to diminish in tandem over the projection period, leaving core inflation at 2 per cent.

Increases in labour compensation are expected to move up close to 4 per cent over the projection period. At the same time, with a further modest gain in the growth of labour productivity, the projected year-to-year increase in unit labour costs should be close to 2 per cent.

**Table 3**  
**Summary of the Base-Case Projection\***

	2006				2007		2008
	Q1	Q2	Q3	Q4	H1	H2	
Real GDP (quarter-to-quarter percentage change at annual rates)	3.2 (3.2)	3.2 (3.1)	3.0 (3.0)	3.0 (3.0)	2.9 (2.9)	2.9 (2.8)	2.9
Real GDP (year-over-year percentage change)	3.2 (3.2)	3.1 (3.1)	3.0 (3.0)	3.1 (3.1)	3.0 (3.0)	2.9 (2.9)	2.9
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.7 (1.7)	1.8 (1.8)	2.0 (1.9)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0
Total CPI** (year-over-year percentage change)	2.4 (2.5)	2.6 (2.4)	1.9 (1.9)	2.3 (2.3)	2.1 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0
$w\pi^\dagger$ (level)	63 (65)	70 (66)	73 (67)	74 (67)	74 (67)	73 (67)	71

\* Figures in parentheses are from the January *Monetary Policy Report Update*.

\*\* Excluding the effect of any changes in the Goods and Services Tax

† Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 21 April 2006



## Technical Box 1

**Changing the GST: Inflation Impact and Monetary Policy Implications**

The federal government has announced its intention to cut the Goods and Services Tax (GST) from 7 per cent to 6 per cent in the near future, and to 5 per cent within five years. Such reductions would be expected to directly lower the year-over-year change in the total CPI in the first 12 months after the GST is reduced.

In setting monetary policy, the Bank's approach continues to be to look through any direct impact on inflation from changes in indirect taxes and to respond only to second-round, or spillover, effects on the evolution of wages and prices. With inflation expectations well anchored, the Bank assesses the risks of second-round effects from changes in the GST as minimal.

The Bank estimates that the direct effect of a reduction in the GST from 7 per cent to 6 per cent would be a reduction of about 0.6 percentage points in the year-over-year increase in the total CPI for a period of one year following its implementation. This estimate is based on assumptions about the taxable proportion of each CPI component derived from data on the tax revenue generated by the GST.<sup>1</sup> Among the components of the CPI most affected by this change to the GST are services other than shelter, as well as semi-durable and durable goods.<sup>2</sup> The core CPI should not be affected by any direct effects of changes in the GST since, by definition, it excludes the estimated impact of changes in indirect taxes.

It should be pointed out that these estimates capture only the direct effects and assume that a change in the GST is fully incorporated into consumer prices during the month in which it comes into effect. The actual incidence of a change in the GST on overall prices depends on market conditions, the structure of costs, and the elasticity of demand and supply for various goods and services.

1. The specific formula for estimating the initial impact of the GST reduction on the CPI is as follows:

$$\text{Per cent change in the level of the CPI} = \frac{\text{change in GST}}{\text{rate}} \times \sum_{i=1}^n \left[ \begin{array}{cc} \text{taxable proportion} & \text{weight of CPI} \\ \text{of CPI} & \text{component } i \\ \text{component } i & \text{in the CPI} \end{array} \right]$$

2. Some components of the CPI, including food at home, rent, and mortgage interest are exempt from the GST.

## Risks to the base-case projection

There are both upside and downside risks to the Bank's base-case projection. In the main, the Bank judges that the risks are roughly balanced. However, there remains a small risk of a disorderly correction of global imbalances, which tilts the risks to the downside later in the projection period. This risk appears to have lower probability than previously judged, given the tentative signs of policy adjustments and of rotation in global demand. (See Technical Box 2.)

The upside risks for economic growth and inflation in Canada relate largely to the momentum of the global economy and the associated future path of commodity prices. The global outlook has surprised on the upside and may continue to be stronger than predicted. This risk, together with geopolitical tensions and possible delays in bringing new supplies online, could push commodity prices still higher. For Canada, this would imply stronger export demand and higher prices for our commodity exports, stronger income growth, and upward pressure on the Canadian dollar. Stronger global growth could also put pressure on global production capacity. This could reduce the pace of price declines for many tradable manufactured goods, thereby adding upward pressure to the base-case projection of inflation in Canada.

The possibility that the U.S. economy could slow more abruptly than anticipated represents an important downside risk for the Canadian economy. This risk could materialize in several ways. U.S. households could reduce their demand for housing and motor vehicles and attempt to rebuild savings more quickly than projected. This would negatively affect Canadian exports. A weaker U.S. economy could also come about as part of an adjustment to global imbalances that entailed weaker growth in the rest of the world and an associated decline in commodity prices. This would have additional negative consequences for Canada. More generally, linked to global imbalances is the risk that the real effective depreciation of the U.S. dollar may come more against the Canadian dollar than assumed, exerting renewed drag on net exports and dampening growth in Canada.

There also continues to be uncertainty about the level and growth of potential output in Canada. There is a possibility that productivity growth will be higher than assumed in the base-case projection, given the productivity-enhancing investments being made by firms and changes in work processes to deal with labour shortages. At the same time, the large sectoral and regional adjustments still under way in response to key relative price movements continue to make assessments about the level of capacity particularly difficult.

## Technical Box 2

**Adjustment of Global Savings and  
Current Account Imbalances over the Long Term**

The U.S. current account deficit was 6.4 per cent of GDP in 2005, having increased fairly steadily from only 1.5 per cent of GDP in 1995. This deficit has been mirrored by a similar increase in current account surpluses elsewhere, most notably in emerging Asia, in the oil-exporting countries and, to a lesser extent, in some of the industrialized countries, including Japan and Germany. In recent years, the major causes of these current account imbalances have been significant differences between domestic expenditure and domestic output resulting from low private and public savings in the United States and relatively high private and public savings elsewhere.

Most observers believe that such a large U.S. current account deficit cannot be sustained indefinitely, since this would imply sizable increases in the net external liability position of the United States and much higher debt-service payments. Historically, countries have adjusted to current account deficits by rebuilding their domestic savings through a slowing of domestic demand, which has typically been accompanied by a weaker currency. Although most observers agree that the United States will follow a similar path, and that the adjustment will be long and gradual, risks have been identified concerning the extent of the slowing in the U.S. economy and its impact on global economic growth. The most likely scenario, which is assumed in the Bank's base-case projection presented in this report, is one of smooth adjustment.

There are reasons to believe that global imbalances can be resolved in an orderly way. To the extent that global imbalances reflect private sector decisions to save, consume, and invest, market forces should be able to reduce them to a sustainable level. Global financial markets have become more complete and therefore more efficient in allocating savings across countries, and large financial institutions appear to be adequately capitalized and not unduly exposed to risk. Governments continue to say that they will implement the policy measures necessary to support a market-based adjustment that will reduce these imbalances over the medium term and sustain growth.

Nevertheless, the risk of a disorderly adjustment increases the longer these imbalances go unresolved. While there are signs that some of the policy actions necessary to facilitate an orderly adjustment are being undertaken to varying degrees, further policy action would be helpful to anchor market expectations and encourage an orderly market-driven adjustment. The failure to implement such policies would increase the risk of an alternative scenario with disorderly adjustment; that is, one likely involving serious financial market disruptions (i.e., sharp movements in the U.S. exchange rate and interest rates) that spill over to the real economy, partly through weaker consumer and investor confidence and, perhaps, through reactive protectionist measures.<sup>1</sup> In this scenario, there would be a pronounced decline in world output and reduced demand for Canadian-produced goods and services.

1. Most observers have focused on two adjustment scenarios—orderly and disorderly—for the purpose of analyzing two distinct outcomes. It is important to note, however, that intermediate adjustment scenarios are possible.

## BIBLIOGRAPHY

- Bank of Canada. 1991. "Targets for reducing inflation: Announcements and background material." *Bank of Canada Review* (March): 3–21.
- \_\_\_\_\_. 1991. "Targets for reducing inflation: Further operational and measurement considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3–23.
- \_\_\_\_\_. 2001. "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target." Press Release (17 May 2001) and Background Information. Reprinted in *Bank of Canada Review* (Summer): 57–67.
- Canada. Statistics Canada. *Labour Force Information*. Statistics Canada Catalogue No. 71-001-PPB (monthly). Ottawa.
- Consensus Economics Inc. 2006. *Consensus Forecasts*. Various issues.
- Crawford, A. 2001. "Predictability of Average Inflation over Long Time Horizons." *Bank of Canada Review* (Autumn): 13–20.
- Macklem, T. 2001. "A New Measure of Core Inflation." *Bank of Canada Review* (Autumn): 3–12.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: 1-877-782-8248; email: [publications@bankofcanada.ca](mailto:publications@bankofcanada.ca);  
website: [www.bankofcanada.ca](http://www.bankofcanada.ca)





## BIBLIOGRAPHIE

Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada* (mars), p. 3-21.

(1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada* (septembre), p. 3-23.

(2001). « Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la réduction de la cible de maîtrise de l'inflation », communiqué du 17 mai 2001 et documents d'information reproduits dans la *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 67-79.

Canada, Statistique Canada. *Information population active*, publication mensuelle n° 71-001-PPB au catalogue de Statistique Canada, Ottawa.

Consensus Economics Inc. (2006). *Consensus Forecasts* (divers numéros).  
Crawford, A. (2001). « La prévisibilité du taux moyen d'inflation en longue période », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 15-22.

Macklem, T. (2001). « Une nouvelle mesure de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-14.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : 1 877 782-8248  
Adresse électronique : [publications@banqueducanada.ca](mailto:publications@banqueducanada.ca)  
Site Web : [www.banqueducanada.ca](http://www.banqueducanada.ca)

situation pourrait ralentir le repli des prix de nombreux biens manufacturés faisant l'objet d'échanges internationaux et donc amplifier les pressions à la hausse sur l'inflation au pays, par rapport au scénario de référence.

Un important risque à la baisse pour l'économie canadienne est la possibilité d'un tassement plus abrupt qu'escompté de l'activité aux États-Unis. Ce risque pourrait se matérialiser de diverses manières. Ainsi, les ménages américains pourraient infléchir leur demande de logements et de véhicules automobiles et tenter de reconstruire leur épargne à une cadence plus vive qu'on ne le prévoit. Cela déprimerait les exportations canadiennes. Une baisse de régime de l'économie américaine pourrait aussi découler d'un ajustement aux déséquilibres mondiaux marqué par une décelération de l'expansion dans le reste du monde et une baisse concomitante des prix des produits de base. Il s'ensuivrait des retombées négatives pour le Canada. De façon plus générale, l'un des risques associés à la correction des déséquilibres mondiaux est que la dépréciation du dollar américain en termes effectifs soit plus accentuée vis-à-vis de la monnaie canadienne que ne le suppose notre projection, ce qui freinerait davantage les exportations nettes et ralentirait l'expansion au Canada.

Il subsiste également de l'incertitude au sujet du niveau et de la croissance de la production potentielle au pays. Il se peut que la productivité croisse à un rythme supérieur à celui qui est retenu comme hypothèse dans le scénario de référence, étant donné les investissements effectués par les entreprises pour accroître leur productivité et les rationalisations des méthodes de travail aux-quelles elles procèdent pour compenser les pénuries de main-d'œuvre. Par ailleurs, les importants ajustements sectoriels et régionaux qui sont encore en cours en réponse aux mouvements des principaux prix relatifs continuent de rendre particulièrement difficile l'évaluation du niveau des capacités.

## Note technique 2

Ajustement à long terme de l'épargne mondiale  
et des déséquilibres des balances courantes

Le déficit courant des États-Unis a atteint 6,4 % du PIB en 2005, après s'être accru de façon assez régulière depuis 1995, où il ne s'établissait qu'à 1,5 % du PIB. Son creusement à ce point contrepartie une hausse analogue des excédents courants ailleurs, en particulier dans les économies émergentes d'Asie, les pays exportateurs de pétrole et, dans une moindre mesure, certains pays industrialisés, dont le Japon et l'Allemagne. Au cours des dernières années, ces déséquilibres des balances courantes ont eu pour cause principale les écarts importants entre la dépense et la production intérieures qui ont découlé du faible taux d'épargne privée et publique aux États-Unis et du niveau relativement élevé de cette épargne dans les autres pays.

La plupart des observateurs estiment que les États-Unis ne pourront maintenir indéfiniment un déficit courant de cette ampleur, puisqu'en cela occasionnerait des hausses considérables de leurs engagements extérieurs nets et des paiements beaucoup plus élevés au titre du service de la dette. Dans le passé, pour résorber leurs déficits courants, les pays reconstituaient leur épargne en ralentissant la demande intérieure, ce qui allait normalement de pair avec une dépréciation de la monnaie. Même si la majorité des observateurs sont d'avis que les États-Unis suivront un parcours similaire, et que l'ajustement sera long et graduel, ils s'interrogent sur l'ampleur que revêtira le ralentissement de l'économie américaine et sur les répercussions qu'il aura sur la croissance mondiale. Le scénario le plus probable, qui est repris dans la projection décrite dans le présent rapport, est celui d'un ajustement en douceur.

Il y a des raisons de croire que les déséquilibres mondiaux peuvent être résolus de façon ordonnée. Dans la mesure où ces déséquilibres sont liés aux décisions du secteur privé en matière d'épargne, de consommation et d'investissement, les forces du marché devraient pouvoir les ramener à un niveau viable. Les marchés financiers internationaux sont devenus plus complets et donc plus efficaces dans la répartition de l'épargne entre les pays. Les grandes institutions financières semblent dotées de capitaux suffisants et ne paraissent pas trop exposées aux risques. Enfin, les gouvernements continuent d'affirmer qu'ils prendront les mesures nécessaires pour favoriser un ajustement fondé sur le marché qui contribuera à réduire les déséquilibres à moyen terme et à soutenir la croissance.

Néanmoins, plus les déséquilibres persisteront, plus le risque d'un ajustement désordonné augmentera. Bien que certains indices donnent à penser que la mise en œuvre de certaines mesures correctives requises progresse à des degrés divers, des mesures additionnelles de la part des autorités aideraient à ancrer les attentes des marchés et à promouvoir un ajustement harmonieux s'appuyant sur les forces du marché. Si les autorités ne vont pas plus loin, le risque que le processus d'ajustement soit désordonné s'accroît, à savoir le risque que des perturbations graves sur les marchés financiers (c.-à-d. des mouvements marqués du dollar américain et des taux de protectionnisme<sup>1</sup>. Dans cet autre scénario, la production diminuerait de façon prononcée à l'échelle du globe et la demande de biens et de services canadiens reculerait.

1. La plupart des observateurs se sont arrêtés à deux scénarios — l'un où l'ajustement s'effectue en douceur et l'autre où il s'opère de façon désordonnée — afin de pouvoir analyser deux résultats bien distincts. Il convient toutefois de mentionner que des scénarios intermédiaires sont envisageables.

*L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait revenir à la cible de 2 % au second semestre de 2006 et y demeurer pendant le reste de la période de projection.*

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait rester inférieure à 2 % durant le premier semestre de 2006, puis remonter à 2 % au second semestre, plus tôt que la Banque ne le prévoyait dans la *Mise à jour* de janvier, à cause des majorations annoncées des tarifs d'électricité. Les pressions à la baisse continues exercées par la réduction des prix des biens manufacturés devraient être compensées par les pressions à la hausse attribuables au léger excédent de la demande au sein de l'économie. On s'attend à ce que ces pressions opposées diminuent de part et d'autre au cours de la période de projection, l'inflation mesurée par l'indice de référence demeurant à 2 %.

Les hausses des gains horaires moyens des employés permanents devraient atteindre près de 4 % pendant l'horizon sur lequel porte la projection. Par ailleurs, en raison de la modeste accélération attendue du rythme de progression de la productivité du travail, le taux d'augmentation, en glissement annuel, des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait avoisiner 2 % durant la même période.

## Les risques pesant sur le scénario de référence

Le scénario de référence de la Banque est entaché de risques aussi bien à la hausse qu'à la baisse. Dans l'ensemble, la Banque considère que ceux-ci sont relativement équilibrés. Toutefois, il subsiste un faible risque que l'ajustement des déséquilibres mondiaux se fasse de façon désordonnée, ce qui accentuerait le risque d'un ralentissement économique plus tard au cours de la période de projection. Cette éventualité paraît moins probable qu'elle ne l'était il y a quelque temps, à en juger par les signes dominant à penser que les autorités mettent en œuvre des mesures pour remédier à ces déséquilibres et qu'un déplacement s'opère au sein de la demande mondiale. (Voir la Note technique 2.)

Les risques que la progression de l'activité et l'inflation au Canada soient plus élevées que prévu sont grandement liés au dynamisme de l'expansion mondiale et à la trajectoire des cours des produits de base qui en découlera. Les perspectives économiques sur la scène internationale ont été étonnamment favorables et pourraient faire grimper encore davantage les prix des produits de base. Pour le Canada, cela signifierait une demande accrue de ses exportations, des prix plus élevés pour ses exportations de matières premières, une croissance de ses revenus renforcée et des pressions à la hausse sur sa monnaie. Une expansion plus rapide que projetée de l'économie mondiale risquerait également d'exercer des pressions sur les capacités de production de cette dernière. La

# **Incidence d'une modification de la TPS sur l'inflation et implications pour la politique monétaire**

Note technique 1

Le gouvernement fédéral a annoncé son intention de ramener la taxe sur les produits et services (TPS) de 7 à 6 % à brève échéance et à 5 % d'ici cinq ans. De telles réductions auraient pour conséquence directe d'abaisser le taux de variation en glissement annuel de l'IPC global dans les douze mois qui suivraient.

Dans la conduite de sa politique monétaire, la Banque continue de faire abstraction de l'incidence directe des modifications des impôts indirects sur l'inflation et ne réagit qu'aux « effets de seconde vague », c'est-à-dire aux effets d'entraînement que ces modifications peuvent avoir sur l'évolution générale des salaires et des prix. Les attentes d'inflation étant fermement ancrées, la Banque juge que la probabilité qu'une diminution de la TPS engendre des effets de seconde vague est minimale.

La Banque estime que le fait de ramener la TPS de 7 à 6 % retrancherait directement environ 0,6 point de pourcentage au taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global durant l'année qui suivrait cette réduction. Cette estimation repose sur des composantes de l'IPC, sur la base des données relatives aux recettes tirées de la TPS<sup>1</sup>. Au nombre des composantes de l'IPC qui seraient les plus touchées figurent les services (à l'exclusion de ceux liés au logement) ainsi que les biens semi-durables et durables<sup>2</sup>. L'indice de référence ne devrait pas être affecté directement, car il exclut par définition les retombées estimatives de modifications des impôts indirects.

Il faut préciser que ces estimations ne prennent en compte que les effets directs et supposent qu'un changement apporté à la TPS se répercute entièrement sur les prix à la consommation au cours du mois où il entre en vigueur. L'incidence réelle d'une modification de la TPS sur l'ensemble des prix dépend des conditions du marché, de la structure des coûts et de l'élasticité de la demande et de l'offre de divers biens et services.

1. La formule d'estimation de l'effet initial de la réduction de la TPS sur l'IPC se lit comme suit :

$$\text{Variation en \% du niveau de l'IPC} = \text{modification du taux de la TPS} \times \sum_{i=1}^n \left[ \begin{array}{l} \text{proportion taxable} \\ \text{de la composante } i \\ \text{de l'IPC} \end{array} \right] \times \left[ \begin{array}{l} \text{pondération} \\ \text{de la composante } i \\ \text{dans l'IPC} \end{array} \right]$$

2. Certaines des composantes de l'IPC, dont les aliments consommés à la maison, le loyer et les intérêts sur les prêts hypothécaires, sont exonérées de la TPS.



## L'inflation

Après avoir augmenté légèrement au moment de la parution du Rapport d'octobre, la plupart des mesures des attentes relatives à l'inflation à court terme que la Banque surveille ont reculé dernièrement. En outre, les principaux indicateurs du taux anticipé à moyen et à long terme demeurent solidement arrêtés à la cible de 2 %. Selon les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises publiées par la Banque ce printemps, 78 % des firmes sondées estiment que l'inflation mesurée par l'IPC global se maintiendra à l'intérieur d'une fourchette de 1 à 3 %, en moyenne, durant les deux prochaines années, et la proportion des répondants qui pensent que l'inflation sera supérieure à 3 % a diminué depuis l'enquête menée à l'automne. De plus, le taux d'augmentation de l'IPC global projeté par les prévisionnistes du secteur privé pour 2006 et 2007 s'établit juste au-dessous de 2 %, tandis que leurs pronostics à long terme continuent d'avoisiner 2 %.

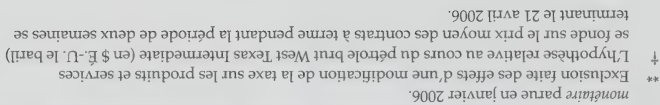
L'inflation mesurée par l'IPC global devrait se chiffrer à environ 2,5 %, en moyenne, au premier semestre de 2006 et à près de 2,0 %, en moyenne, en 2007 et en 2008 (exclusion faite des effets d'une modification de la TPS). Le comportement des cours du pétrole brut et du gaz naturel aura une incidence importante sur l'évolution du taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global (Graphique 18). Les prix à la consommation du gaz naturel devraient baisser sensiblement d'ici la fin de 2006, à mesure que le récent repli des prix de gros se reflètera davantage dans les contrats et les prix réglementés. Il est également à noter que l'inflation mesurée par l'IPC global pourrait tomber provisoirement bien en deçà de 2 % en septembre prochain, en raison de la flambée qu'ont enregistrée les prix de l'essence un an auparavant, à la suite des perturbations de la production américaine provoquées par le passage des ouragans.

Ce scénario ne tient pas compte de l'intention annoncée par le gouvernement fédéral de ramener la taxe sur les produits et services (TPS) de 7 à 6 % cette année. La Banque estime qu'une telle réduction de la TPS entraînerait, dans le mois de sa mise en œuvre, une baisse directe de l'IPC de quelque 0,6 point de pourcentage. Il en résulterait une diminution équivalente du taux de variation de l'IPC, en glissement annuel, pour les douze mois suivant l'application du changement. Les attentes d'inflation étant bien ancrées, la Banque ne prévoit pas d'effets de seconde vague de cette modification sur l'inflation. (Voir la Note technique 1 pour une analyse approfondie des effets attendus de cette mesure.)

Les mesures des attentes relatives à l'inflation en courte période ont reculé, tandis que les indicateurs du taux anticipé à long terme demeurent solidement arrêtés à la cible de 2 %.

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait se chiffrer, en moyenne, à environ 2,0 % en 2007 et en 2008.

Ce scénario ne tient pas compte d'une réduction de la TPS.



Résumé des projections selon le scénario de référence\*

[illegible]

*Les investissements des entreprises devraient rester robustes...*

*... et les dépenses de consommation, s'accroître vigoureusement.*

On croit que les investissements des entreprises resteront robustes au cours de la période de projection. Parmi les facteurs qui alimenteront une nouvelle hausse notable de ces dépenses cette année et l'an prochain, citons la croissance soutenue de l'économie mondiale, le niveau relativement élevé des cours anticipés pour les produits de base, le maintien attendu de la très grande solidité des bilans et de la forte rentabilité globale des entreprises, ainsi que la baisse des prix des machines et du matériel importés. Les dépenses de consommation devraient s'accroître vigoureusement pendant la période considérée, sous l'effet de nouveaux gains substantiels au chapitre du revenu réel disponible. On prévoit que les investissements dans le secteur du logement, qui ont connu un essor considérable ces dernières années, augmentent encore un peu plus en 2006; de fait, ils dépassent déjà légèrement le niveau envisagé dans la *Mise à jour* de janvier. Ils devraient ensuite fléchir quelque peu en 2007 et 2008.

Globalement, les dépenses publiques en biens et services et les transferts gouvernementaux devraient croître sensiblement à la même cadence que les recettes durant l'horizon projeté. On s'attend donc à ce que la progression des dépenses de l'ensemble des administrations publiques soit assez prononcée cette année et en 2007, puis qu'elle ralentisse quelque peu en 2008.

Selon nos prévisions, les exportations continueront de grimper, stimulées par la poursuite de l'expansion de l'activité à l'échelle mondiale et par l'ajout de capacités de production importantes pour l'exploitation des matières premières au Canada. Parallèlement, la nouvelle hausse des investissements en machines et en matériel devrait dynamiser les importations. Par conséquent, on prévoit encore que les exportations nettes brideront un peu la croissance pendant un certain temps et que cette incidence s'atténuera au cours de l'horizon projeté.

La Banque estime dans son scénario de référence que le taux d'accroissement annuel moyen du PIB s'établira à 3,1 % en 2006, à 3,0 % en 2007 et à 2,9 % en 2008 (Graphique 19, Tableau 3). Elle prévoit que le rythme d'expansion de la production potentielle sera de 2,9 % en 2006 et atteindra 3,0 % en 2007 et 2008. Ce profil laisse entendre que l'économie affichera une demande légèrement excédentaire cette année et qu'elle retournera au niveau de la production potentielle avant la fin de la période de projection. La Banque suppose, dans ce scénario, que la baisse de régime de l'économie américaine, combinée à l'effet retardé des relèvements passés des taux d'intérêt et d'une modeste hausse supplémentaire de ces derniers sur l'ensemble de la courbe de rendement, rétablira l'équilibre entre l'offre et la demande globales.

*Selon nos prévisions, le PIB au Canada s'établira à un peu plus de 3 % en 2006 et descendra légèrement sous ce taux en 2008.*

*On s'attend à ce que les exportations nettes brident un peu la croissance pendant un certain temps.*

renforcement de la demande intérieure ailleurs dans le monde, notamment les réformes structurelles en cours en Europe et en Asie. Le repli de la devise américaine, conjugué à la montée progressive des taux d'intérêt longs aux États-Unis, devrait aider la demande globale dans ce pays à se transformer, la croissance de celle-ci s'appuyant dorénavant davantage sur des sources extérieures et moins sur des sources intérieures.

Le réalignement des monnaies envisagé dans le scénario de référence implique une dépréciation du taux de change réel effectif du dollar E.-U. de l'ordre de 7 % d'ici la fin de la période de projection. Parallèlement, ce sont les monnaies des économies émergentes d'Asie, du Japon et de certains pays exportateurs de pétrole, dont la valeur en termes réels n'avait pas sensiblement augmenté de 2002 à 2004, qui devraient s'apprécier le plus face au billet vert. Quant au dollar canadien, le scénario de référence de la Banque suppose qu'il ne sera que légèrement touché par le recul de la devise américaine et que cet ajustement se produira vers la fin de l'horizon projeté.

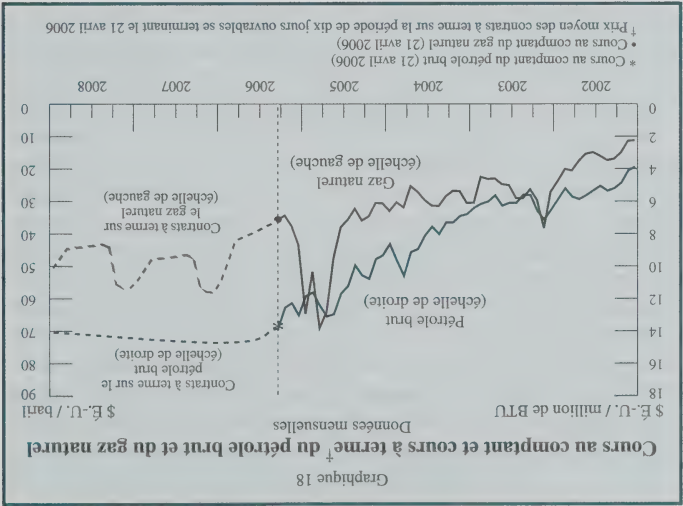
## La demande et l'offre globales au Canada

Ce scénario de forte croissance à l'échelle internationale et de rééquilibrage graduel de la demande est généralement favorable à une poursuite de l'expansion économique au Canada, mais l'essor de la demande intérieure finale au pays devrait demeurer le principal moteur de l'expansion (Tableau 2).

*La croissance de la demande intérieure finale devrait demeurer le principal moteur de l'expansion économique au Canada jusqu'en 2008.*

Tableau 2 Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel* En points de pourcentage			
	2006	2007	2008
Consommation	1,8 (1,7)	1,6 (1,6)	1,6
Logement	0,1 (-0,2)	-0,1 (0)	-0,1
Dépenses des administrations publiques	0,9 (1,0)	0,9 (0,9)	0,6
Investissements fixes des entreprises	1,0 (0,9)	0,8 (0,7)	0,7
Total partiel : demande intérieure finale	3,8 (3,4)	3,2 (3,2)	2,8
Exportations	1,7 (2,1)	1,4 (1,6)	1,2
Importations	-2,1 (-2,4)	-1,6 (-1,9)	-1,1
Total partiel : exportations nettes	-0,4 (-0,3)	-0,2 (-0,3)	0,1
Stocks	-0,3 (0)	0 (0)	0
PIB	3,1 (3,1)	3,0 (2,9)	2,9

\* Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario présenté dans la Mise à jour de janvier.



Projections relatives à la croissance mondiale <sup>a</sup>					
Part du PIB mondial réel <sup>b</sup> (en pourcentage)	2005	Croissance projetée (en pourcentage) et contribution, en points de pourcentage, au taux de croissance de l'économie mondiale <sup>c</sup>		Projection	
		2006	2007	2008	2008
		2005	2006	2007	2008
États-Unis	20	3,5 [0,70]	3,5 [0,70]	3,2 [0,64]	3,1 [0,62]
Union européenne	19	1,5 [0,28]	1,8 [0,33]	2,0 [0,37]	2,3 [0,43]
Japon	6	2,7 [0,17]	2,9 [0,19]	2,1 [0,13]	1,9 [0,12]
Chine et ENI <sup>d</sup> d'Asie	19	9,0 [1,67]	8,7 [1,63]	8,2 [1,53]	7,7 [1,44]
Autres pays	36	5,3 [1,92]	5,4 [1,96]	5,4 [1,94]	5,1 [1,85]
Ensemble du monde	100	4,7	4,8	4,6	4,4

- a. Il convient de noter que les taux de croissance indiqués dans les catégories « Chine et ENI d'Asie », « Autres pays » et, par conséquent, « Ensemble du monde » ne sont pas directement comparables à ceux dont faisaient état les numéros précédents du *Rapport sur la politique monétaire* et de la *Mise à jour*, en raison d'un changement apporté à la méthodologie employée. Une ventilation par pays plus détaillée et un nouveau système de pondération ont été adoptés, de sorte que la méthodologie est maintenant davantage conforme à celle utilisée dans les *Perspectives de l'économie mondiale* du Fonds monétaire international.
- b. La part de chaque pays pour 2005 est calculée d'après les PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat. Source : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2006
- c. Les chiffres entre crochets représentent la contribution de chaque région, en points de pourcentage, au taux de croissance de l'économie mondiale.
- d. Les ENI, ou économies nouvellement industrialisées, comprennent la région administrative spéciale de Hong Kong, la Corée, la Province chinoise de Taïwan et Singapour.



une cadence compatible avec le taux d'accroissement de la capacité de production au cours des années suivantes.

L'économie tourne encore au ralenti dans les pays de l'Union européenne, bien que le taux d'expansion de 1,5 % enregistré en 2005 dépasse quelque peu le chiffre projeté dans le *Rapport* d'octobre. L'activité a été stimulée par des exportations et des investissements relativement vigoureux. En outre, des enquêtes menées auprès des entreprises laissent entrevoir de nouveaux progrès, et les conditions monétaires expansionnistes devraient continuer de favoriser une croissance graduelle durant la période à venir.

Aux États-Unis, le taux d'augmentation du PIB réel a été de 3,5 % en 2005, l'activité ayant reculé plus que prévu vers la fin de l'année. Toutefois, les indicateurs mensuels tendent à indiquer que l'économie s'est nettement accélérée au début de 2006, sous l'impulsion surtout de la forte demande intérieure. Les investissements des entreprises continuent d'alimenter la croissance en 2006, à la faveur notamment de l'effort de reconstruction consécutif au passage des ouragans. Dans l'ensemble, les pressions inflationnistes sont demeurées relativement contenues, en dépit du niveau élevé et de la volatilité des cours de l'énergie. On s'attend à ce que la vive expansion de l'économie se poursuive aux États-Unis en 2006 et à ce que le taux d'augmentation du PIB réel y atteigne 3,5 %. Le rythme de croissance devrait ensuite se relâcher, pour se situer à 3,2 % en 2007 et à 3,1 % en 2008. Ce fléchissement sera principalement attribuable à la stabilisation du marché du logement, au relèvement des taux d'intérêt et à un certain assainissement des finances publiques, tous des facteurs qui devraient concourir à un ralentissement des dépenses de consommation.

Aux États-Unis, la croissance économique devrait se poursuivre à un rythme de 3,5 % en 2006, avant de ralentir graduellement.

*Le scénario de référence suppose un rééquilibrage progressif de la demande mondiale.*

Ce scénario de référence concernant les perspectives mondiales suppose que les déséquilibres mondiaux se resorbent de façon ordonnée sous l'effet de politiques destinées à rééquilibrer la demande mondiale et d'ajustements opérés par le marché, y compris une dépréciation graduelle du dollar américain en termes effectifs réels. Ce rééquilibrage est favorisé par une réduction du déficit budgétaire des États-Unis et par des politiques propices à un

## 4. LES PERSPECTIVES

La présente section fait d'abord état du scénario de référence concernant l'économie mondiale pour la période se terminant à la fin de 2008, puis expose le scénario correspondant pour le Canada. Les projections supposent que les déséquilibres mondiaux se résorberont de manière progressive et ordonnée, grâce à des politiques susceptibles de favoriser un rééquilibrage de la demande à l'échelle internationale et à une dépréciation graduelle de la devise américaine en termes effectifs réels. L'évolution des prix de l'énergie, par ailleurs, devrait être conforme aux cours actuels des contrats à terme. La section se termine par une analyse des risques pesant sur le scénario de référence.

### La conjoncture internationale

La progression de la production mondiale, à laquelle ont contribué la plupart des principales économies d'outre-mer, s'est chiffrée à 4,7 % en 2005, soit un taux un peu plus élevé que prévu. Après avoir de nouveau affiché une forte croissance en 2006, l'économie mondiale devrait ralentir légèrement en 2007 et en 2008, à mesure que les capacités excédentaires se résorberont (Tableau 1). Malgré la robustesse de l'expansion à l'échelle du globe et le relèvement des cours de l'énergie, peu de signes, jusqu'à maintenant, montrent une intensification des pressions inflationnistes sous-jacentes sur les prix à la consommation. Les autorités monétaires de nombreux pays ont déjà mis en œuvre des politiques propres à favoriser une croissance durable et non inflationniste.

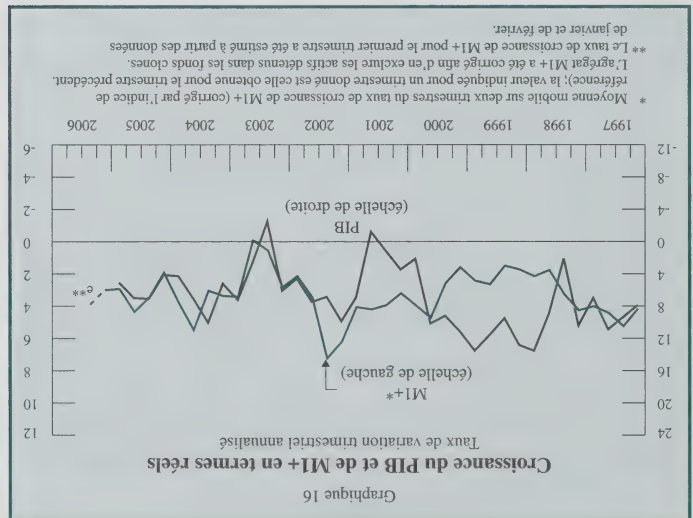
Les économies nouvellement industrialisées d'Asie ont enregistré une rapide croissance, le taux d'augmentation du PIB s'y étant établi en moyenne à 9,0 % en 2005, soit un niveau un peu plus haut que prévu. L'activité a fait un bond de 9,9 % en Chine, en raison surtout du dynamisme des investissements et des exportations. Les révisions apportées aux comptes nationaux du pays donnent à penser que l'expansion du secteur chinois des services a été nettement supérieure aux chiffres avancés précédemment. Au cours de la période de projection, l'économie chinoise devrait continuer de croître à un rythme soutenu, quoique légèrement moins, alors que la composition de la demande se modifiera en faveur de la consommation privée.

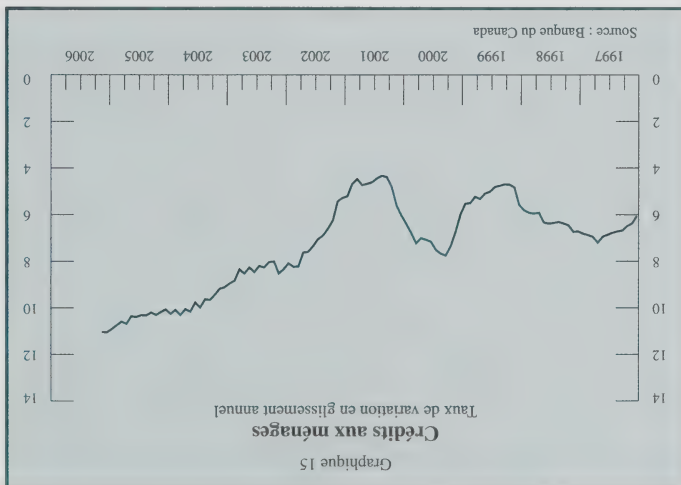
Au Japon, la croissance a également été plus vive et plus généralisée qu'on ne l'avait anticipé dans les numéros précédents du *Rapport*. Soutenue par l'essor des investissements et des dépenses des ménages — et par des exportations toujours fortes au demeurant —, l'économie japonaise a progressé de 2,7 % en 2005. On s'attend à ce que l'activité s'accroisse dans ce pays en 2006, en grande partie grâce à la demande intérieure, avant de revenir à

*L'économie mondiale continue de croître à un rythme vigoureux.*

*L'expansion du PIB atteint encore des niveaux inattendus en Chine...*

*... et la croissance se raffermirait au Japon.*





construction d'habitations. De plus, la hausse des prix des maisons et les innovations financières continuent de stimuler la demande de prêts sur la valeur nette de la propriété consentis soit dans le cadre d'un refinancement hypothécaire, soit sous forme d'une marge de crédit garantie par l'avoir propre foncier. Ces ponctions sur la valeur nette des propriétés ont soutenu les dépenses récentes des ménages. La forte hausse du crédit devrait continuer de soutenir les dépenses de logement et de consommation tout au long du premier semestre de 2006.

L'expansion de l'agrégat monétaire au sens étroit M1+ s'est accélérée depuis la livraison d'octobre du *Rapport*, en raison surtout de la progression des dépôts des entreprises. Cette accélération laisse entrevoir un renforcement de la croissance de la production réelle au premier semestre de 2006 (Graphique 16). Au cours de la même période, le rythme d'accroissement de l'agrégat monétaire au sens large M2++ a aussi été un peu plus rapide (Graphique 17), ce qui cadre avec une montée graduelle de l'inflation mesurée par l'indice de référence en 2006.

... et la croissance des  
agrégats monétaires  
étroits laisse entrevoir  
une forte progression de  
la production au premier  
semestre de 2006.

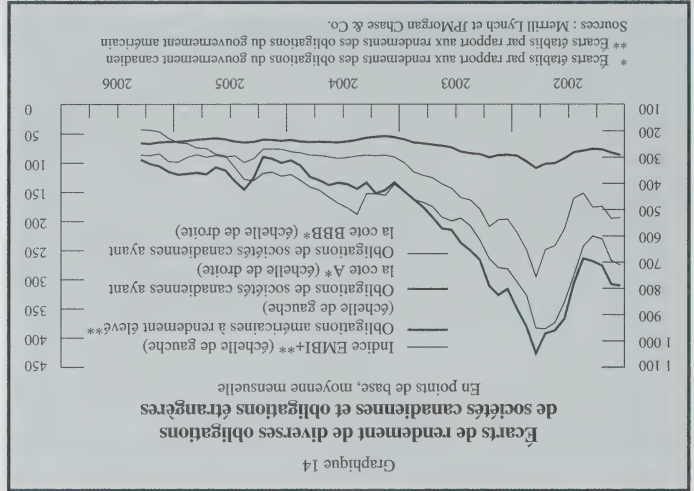
canadien pendant la période, ce qui a en grande partie neutralisé l'incidence des écarts négatifs entre les taux d'intérêt canadiens et américains.

## Les conditions du crédit et d'autres aspects de l'évolution financière

Les écarts de taux sur les obligations de sociétés sont restés faibles ces derniers mois. Toutefois, comme les rendements des obligations du gouvernement du Canada ont augmenté, les entreprises ont généralement dû assumer des coûts d'emprunt un peu plus élevés qu'ils ne l'étaient au moment de la publication du *Rapport* d'octobre.

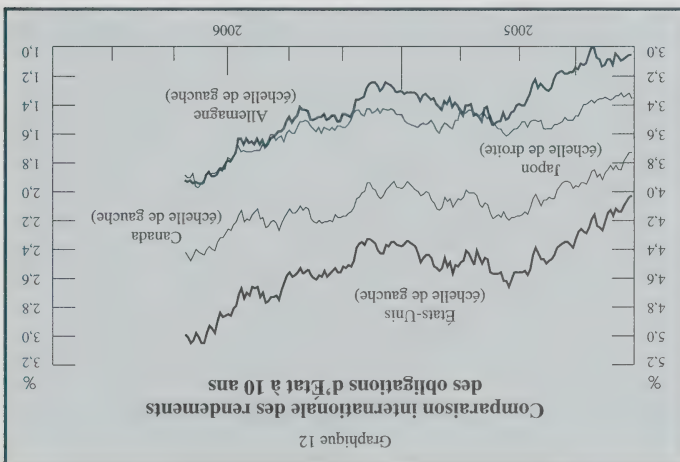
Cela dit, les conditions du crédit aux entreprises sont encore très favorables (Graphique 14). Grâce à des bénéfices records, les bilans des sociétés ont continué de s'améliorer, si bien que les encaisses des entreprises non financières se situent maintenant à des sommets inégalés, surtout dans le secteur des ressources naturelles, concentré dans l'Ouest du Canada. Sous l'effet de ces solides résultats financiers, l'indice TSX a enregistré une forte hausse. Cette excellente conjoncture financière incite à croire que les investissements des entreprises demeureront vigoureux.

... ce qui est de bon augure pour leurs investissements.



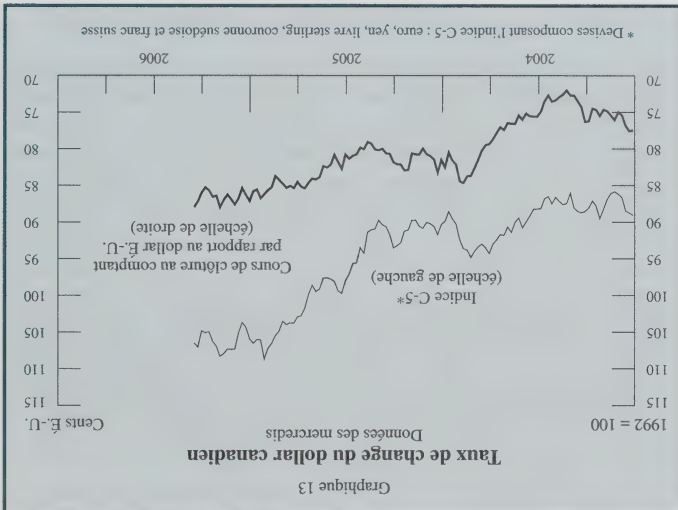
Depuis la parution du *Rapport* d'octobre, le taux d'expansion du crédit aux ménages a poursuivi sa montée (Graphique 15), sous l'influence principalement du dynamisme du marché de l'habitation. La croissance du crédit hypothécaire s'est intensifiée, à la faveur d'un regain d'activité sur les marchés de la vente et de la consommation...





car la hausse des rendements des obligations du gouvernement américain à échéance comparable a été encore plus prononcée. Le cours du dollar canadien par rapport à la plupart des grandes monnaies est demeuré relativement ferme depuis janvier, face à la devise américaine, il a évolué dans une fourchette un peu plus élevée et un peu plus large (de 85 1/2 à 88 1/2 cents E.-U. environ) que celle observée alors (Graphique 13). Certains facteurs fondamentaux comme le renchérissement des produits de base, en particulier de l'énergie et des métaux, ont continué de soutenir le dollar

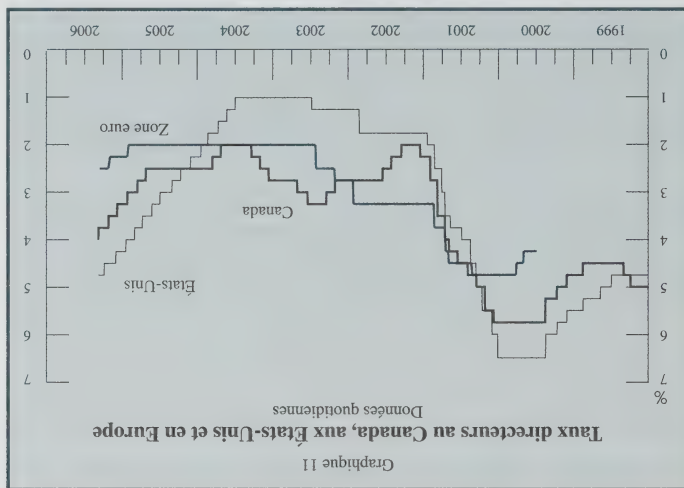
*Le cours du dollar canadien est relativement ferme par rapport à la plupart des grandes devises.*



### 3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

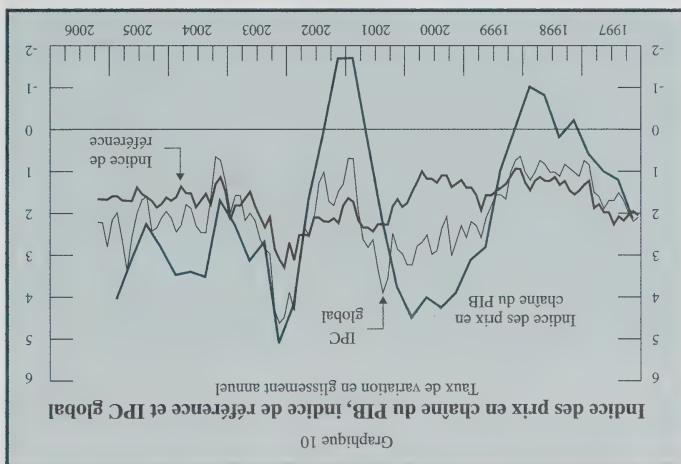
#### Les taux d'intérêt et les taux de change

Face au dynamisme soutenu de l'économie mondiale, un certain nombre de pays industrialisés ont majoré leurs taux directs au cours des six derniers mois (Graphique 11). Ainsi, les banques centrales des États-Unis, de l'Union européenne et du Canada ont relevé leurs taux directeurs respectifs, tandis que celle du Japon a annoncé récemment qu'elle compte mettre graduellement fin à sa politique d'assouplissement quantitatif. Les attentes des marchés financiers à l'égard d'une hausse des taux d'intérêt à court terme ont eu tendance à s'accroître depuis la publication de la *Mise à jour* de janvier, ce qui va de pair avec la bonne tenue de l'économie.



L'augmentation effective et attendue des taux directeurs dans la plupart des pays industrialisés a contribué à faire monter les rendements des obligations à long terme (Graphique 12). Ces derniers avaient été particulièrement bas, en partie à cause de facteurs techniques liés à la demande et en raison du déséquilibre international entre l'épargne et l'investissement désirés. Au Canada également, les rendements obligataires ont eu tendance à s'accroître après la parution de la *Mise à jour* de janvier. Depuis ce moment, toutefois, l'écart entre les rendements des obligations américaines et canadiennes s'est élargi sur toute la gamme des échéances.

La réduction des liquidités a contribué à faire monter les rendements des obligations à long terme.

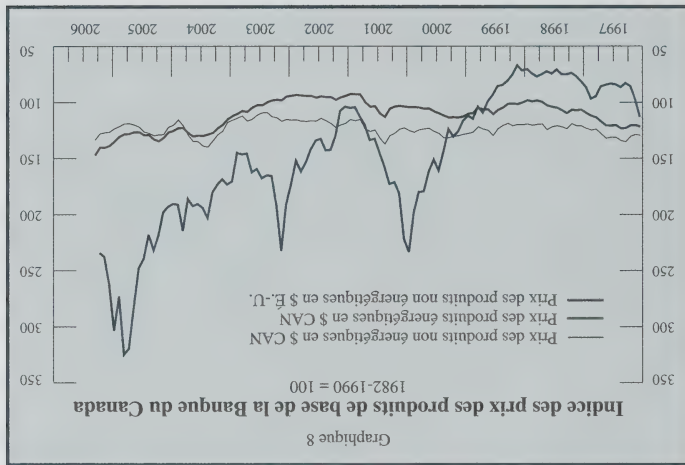


gaz naturel ont chuté aux alentours de 7 dollars E.-U. le million de l'automne dernier. Ce repli reflète principalement le tassement de la demande attribuable à l'hiver très doux qu'a connu l'Amérique du Nord.

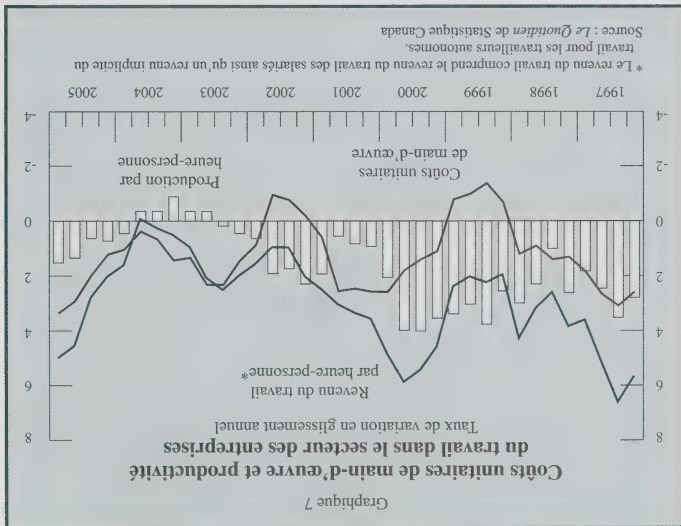
Les produits de base non énergétiques ont renchéri de nouveau durant les derniers mois (Graphique 8). Les cours des métaux, en particulier, ont fortement augmenté, sous l'effet combiné d'une demande mondiale robuste et d'une offre limitée.

À la faveur de l'amélioration importante des termes de l'échange du Canada au deuxième semestre de 2005 (Graphique 9), l'indice des prix en chaîne du PIB (une mesure globale du prix des biens et des services produits au Canada) s'est accru de 4,1 % entre les quatrième trimestres de 2004 et de 2005 (Graphique 10). Résultat, le PIB nominal a affiché une progression marquée de 7,1 % au cours de la même période. La croissance vigoureuse du revenu réel a grandement contribué au vif essor de la demande intérieure finale.

Le fléchissement dont a fait récemment l'objet le prix du gaz naturel devrait avoir donné lieu à une faible détérioration des termes de l'échange du Canada au début de 2006 et, par ricochet, à un léger recul de la croissance du PIB nominal.



... alors que les produits de base non énergétiques ont encore renchéri.



Les données indiquent également une hausse de 5 % de la rémunération horaire au cours de la dernière année (Graphique 7) et une progression, après déduction des gains de productivité, de 3 1/2 % des coûts unitaires de main-d'œuvre pour l'année se terminant au quatrième trimestre de 2005. Toutefois, ces chiffres ont été gonflés par des paiements ponctuels (tels que des primes et des commissions) exceptionnellement élevés. Un taux d'accroissement sous-jacent de la rémunération de 3 à 3 3/4 % et une augmentation de la productivité de 1 1/2 % sont compatibles avec une hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre avoisinant les 2 %.

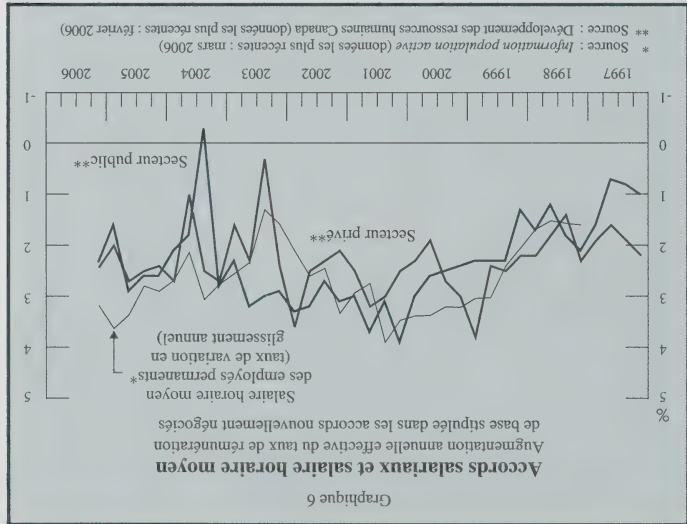
### Les prix des produits de base et des extrants et les termes de l'échange

Le prix du baril de pétrole brut léger (West Texas Intermediate), qui était de 65 dollars E.-U. au moment de la parution de la *Mise à jour* de janvier, s'est établi en moyenne à 70 dollars E.-U. pendant la période de dix jours qui s'est terminée le 21 avril 2006. Les cours du pétrole brut léger canadien, qui avaient beaucoup baissé depuis la fin de 2005, se sont redressés de façon marquée depuis le début d'avril<sup>3</sup>. Durant les trois derniers mois, les prix du

3. Le pétrole brut léger représente près de 40 % de la production totale de brut au Canada. La diminution appréciable que les cours du brut léger canadien ont enregistrée à la fin de 2005 et au début de 2006 (en sus des fluctuations saisonnières normales) tenait surtout au récent essor de l'exploitation des sables bitumineux, ainsi qu'au manque de capacité pipelinrière et de capacité de valorisation pour convertir cette production supplémentaire de pétrole brut léger en combustible plus léger. L'expansion de la capacité pipelinrière est pour beaucoup dans la remontée des cours survenue depuis.

Les prix du gaz naturel ont diminué considérablement depuis le quatrième trimestre de 2005...





2006. La variation du salaire horaire moyen des employés permanents, tirée de l'Enquête sur la population active, constitue un bon indicateur de la tendance fondamentale des salaires. Selon cette mesure, la progression globale de ces derniers s'est établie entre 3 et 3 3/4 % depuis le milieu de 2005 (Graphique 6).

Les hausses salariales observées dans les provinces productrices de pétrole et de gaz naturel demeurent visiblement supérieures à celles enregistrées dans les autres régions du Canada. Ces dernières reflètent les différences dans les pressions qui s'exercent sur les divers marchés du travail au pays et encouragent les travailleurs à s'installer en Alberta ou à faire la navette entre leur province de résidence et des villes albertaines.

Après deux années de quasi-stagnation, la productivité du travail a recommencé à augmenter au deuxième semestre de 2005 et dépassait, au quatrième trimestre, de 1 1/2 % le niveau qu'elle atteignait un an plus tôt (Graphique 7). Sa croissance est ainsi plus conforme à l'hypothèse de la Banque, selon laquelle le taux d'accroissement de la productivité en longue période est d'environ 1 3/4 %. La vigueur de l'avance de la productivité ne se cantonne plus aux secteurs de la fabrication et du commerce de gros; elle touche aussi maintenant le transport et l'entreposage, l'information et la culture, ainsi que les services d'hébergement et de restauration. Le regain de productivité et sa généralisation sont particulièrement encourageants.

... et la productivité du travail a recommencé à augmenter.

*Le taux d'accroissement tendanciel des salaires se situe entre 3 et 3 3/4 %...*

*au début de 2006.*

*L'économie tournait à un niveau égal ou tout juste supérieur à sa capacité*

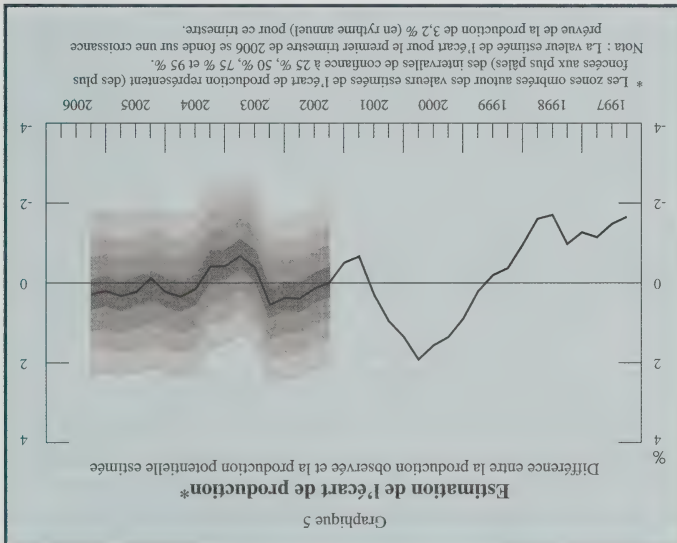
Le rythme d'accroissement global des salaires s'est accéléré au deuxième semestre de 2005 après plusieurs années de gains modestes, quoiqu'il semble avoir quelque peu ralenti au début de

## Les salaires et la productivité

Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production, le Conseil de direction juge qu'au début de 2006, l'économie fonctionnait à un niveau égal ou tout juste supérieur à sa capacité de production.

À l'opposé, l'inflation mesurée par l'indice de référence semble signaler des pressions moindres sur la capacité, elle qui s'est maintenue au-dessous de 2 % depuis la fin de 2003. Comme il a été mentionné précédemment, toutefois, les réductions constantes des prix de nombreux biens finis, dues notamment à l'entrée en scène de nouveaux producteurs asiatiques, contribuent à tirer vers le bas le taux d'accroissement de cet indice. De plus, l'inflation mesurée par l'IPC global a dépassé les 2 %, en raison surtout des vives tensions qui règnent sur les marchés mondiaux de l'énergie et qui sont imputables en partie à l'essor vigoureux de l'économie asiatique. Bref, l'évolution des prix à la consommation ne permet pas de croire à la présence d'une offre excédentaire.

En général, les indicateurs du marché du travail portent à croire que l'économie tourne près de son plein potentiel. L'évolution des salaires et les signes récents d'une accélération de la croissance de la productivité du travail sont examinés dans la prochaine section.

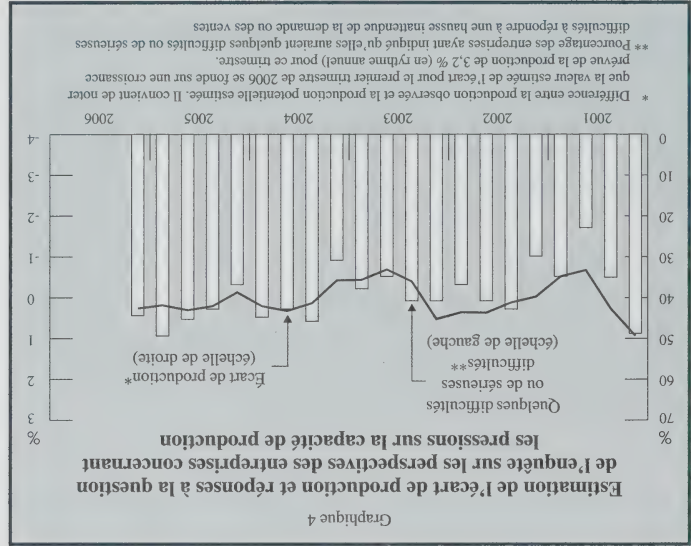


encore cette année. Grâce à ces diverses initiatives, la productivité dans le secteur manufacturier s'est redressée de 6,5 % environ (en rythme annuel) entre les deuxième et quatrième trimestres de 2005. Aussi la production a-t-elle continué de croître malgré le recul de l'emploi dans ce secteur.

#### L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

Presque tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production donnent à penser que l'économie tournerait à un niveau égal ou supérieur à son plein potentiel au premier trimestre de 2006.

D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus ce printemps, la proportion des firmes ayant signalé des pénuries de main-d'œuvre ou des difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande est demeurée plus élevée que la moyenne, quoique l'on constate une certaine amélioration depuis l'enquête précédente (Graphique 4). La mesure dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production donne aussi à penser que l'économie fonctionnerait légèrement au-delà de sa capacité au début de 2006 (Graphique 5). Le taux d'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles publié par Statistique Canada fait état depuis un certain temps déjà de pressions intenses sur l'appareil de production.



rentabilité globale, les réductions continues des prix des machines et du matériel importés ainsi que les conditions de financement favorables. La progression de la dépense des ménages a légèrement ralenti au cours du semestre après avoir fait un bond au cours des six mois précédents.

Dopée par l'essor soutenu de l'économie mondiale, les exportations canadiennes ont augmenté de façon marquée. En effet, leur croissance s'est nettement raffermie durant la deuxième moitié de 2005, ce qui tient en grande partie à la reprise des exportations de produits automobiles. Parallèlement, les importations ont elles aussi cru plus rapidement, encouragées par l'expansion remarquable de la demande intérieure finale.

Le niveau élevé des cours mondiaux des produits de base énergétiques et des métaux a contribué au maintien de la solide rentabilité des industries d'extraction pétrolière, gazière et minière et des entreprises de transformation du secteur au deuxième semestre de 2005 et au début de 2006. En outre, la production de ces industries s'est beaucoup raffermie durant la deuxième moitié de 2005, après avoir été freinée plus tôt dans l'année par des perturbations temporaires. Par conséquent, les dépenses d'investissement ont progressé de façon appréciable, et de nouvelles hausses importantes sont prévues à ce chapitre en 2006. Les dépenses relatives au réseau de pipelines devraient aussi s'accroître sensiblement. Bien que les retombées économiques du relèvement des investissements par les entreprises du secteur énergétique soient davantage manifestes dans les provinces productrices d'énergie de l'ouest, l'activité dans d'autres provinces est aussi stimulée par les achats connexes de biens et de services.

Dans la plupart des secteurs peu exposés à la concurrence étrangère, comme la construction ainsi que le commerce de gros et de détail, la rentabilité est demeurée élevée au deuxième semestre de 2005. La production s'est vivement accrue, alimentée par des hausses substantielles de la demande intérieure finale et, dans certains cas, par une baisse des coûts des produits importés. L'emploi dans ces secteurs a augmenté de façon prononcée depuis le milieu de l'an dernier.

Au cours de la même période, la rentabilité de nombreuses branches du secteur manufacturier a été déprimée par l'incidence soutenue de la force du dollar canadien, le renchérissement de l'énergie et l'intense concurrence que livrent les pays à marché émergent (en particulier la Chine). En conséquence, l'emploi dans ce secteur a accusé un autre recul considérable, bon nombre de sociétés procédant à une restructuration de leurs opérations. Pour hausser davantage la productivité et réduire les coûts, les fabricants ont accru leurs dépenses d'investissement de façon importante en 2005, et l'on s'attend à de nouveaux investissements

*Les entreprises ont continué d'augmenter sensiblement leurs dépenses d'investissement...*

*... et la croissance des exportations et des importations a été vigoureuse.*

*Les dépenses d'investissement dans le secteur énergétique ont connu une très forte augmentation...*

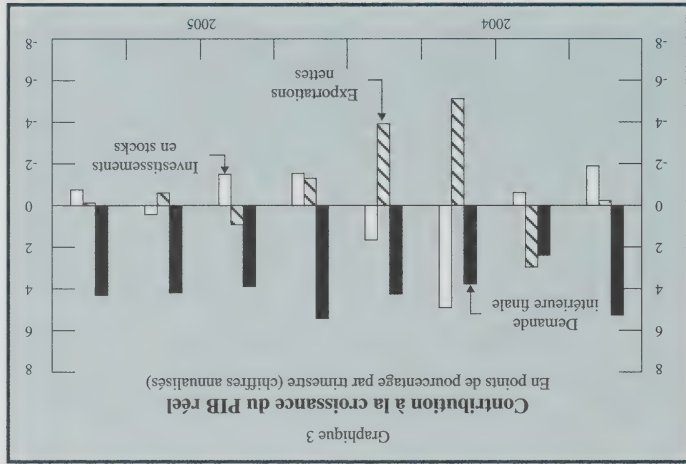
*... tandis que, dans l'industrie manufacturière, de nombreuses entreprises continuent de restructurer leurs opérations.*

ture internationale et les changements des prix relatifs qui en découlaient. Parmi les facteurs d'évolution, citons le dynamisme de l'économie mondiale, les prix élevés et volatils des produits énergétiques, le haut niveau des cours de beaucoup d'autres produits de base, le repli des prix de nombreux biens manufacturés et l'appréciation du dollar canadien.

Sous l'effet de l'envolée des cours mondiaux de l'énergie, les termes de l'échange du Canada, c'est-à-dire le rapport entre le prix des exportations et celui des importations, se sont considérablement améliorés durant la deuxième moitié de 2005. En conséquence, les revenus réels ont monté plus rapidement que la production réelle (mesurée par le PIB réel), comme en font foi les augmentations notables des bénéfices des entreprises, des revenus du travail et des recettes publiques.

Le PIB réel du Canada a progressé de 3 % en rythme annuel au second semestre de 2005, tel que nous nous y attendions au moment de la parution de la *Mise à jour* de janvier. Ainsi, à la fin de l'année dernière, l'activité économique se situait à un niveau très proche de celui que nous projections. Selon les données disponibles, le PIB réel aurait crû d'environ 3,2 % au premier trimestre de 2006, sous l'impulsion d'un bon nombre des facteurs observés pendant les six derniers mois de 2005.

Durant la deuxième moitié de 2005, la demande intérieure finale a continué de contribuer de façon appréciable à l'expansion du PIB, alors que les exportations nettes n'ont guère varié (Graphique 3). Pousées par la concurrence à comprimer leurs coûts et à améliorer leur productivité ou se heurtant à des contraintes de capacité, les entreprises ont encore accru leurs dépenses d'investissement de façon substantielle. Ces hausses ont été facilitées par la forte







Le taux d'augmentation de l'indice de référence et les autres mesures de l'inflation tendancielle sont restés sous les 2 %.

L'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée très stable ces derniers mois, à environ 1,7 %. Les autres mesures de l'inflation tendancielle que la Banque suit sont aussi restées en deçà de 2 % (Graphique 2).

Bien que l'économie canadienne tourne à un niveau proche de son plein potentiel depuis le deuxième trimestre de 2004, les prix d'une grande quantité de biens à forte teneur en importations ont de nouveau fléchi dans la foulée des baisses des prix mondiaux de nombreux biens manufacturés et de l'appréciation passée du dollar canadien, deux facteurs qui ont continué de tirer vers le bas l'inflation mesurée par l'indice de référence<sup>2</sup>. Relativement peu de signes laissent croire que le renchérissement de l'énergie se répercute de façon plus générale sur les prix des autres biens et services.

## Les facteurs qui influent sur l'inflation

La demande globale et les ajustements de l'économie à la conjoncture internationale

L'économie canadienne a continué de croître à un rythme soutenu au second semestre de 2005 et au début de 2006, malgré d'importants ajustements commandés par l'évolution de la conjon-

Les cours de l'énergie étant nettement plus élevés...

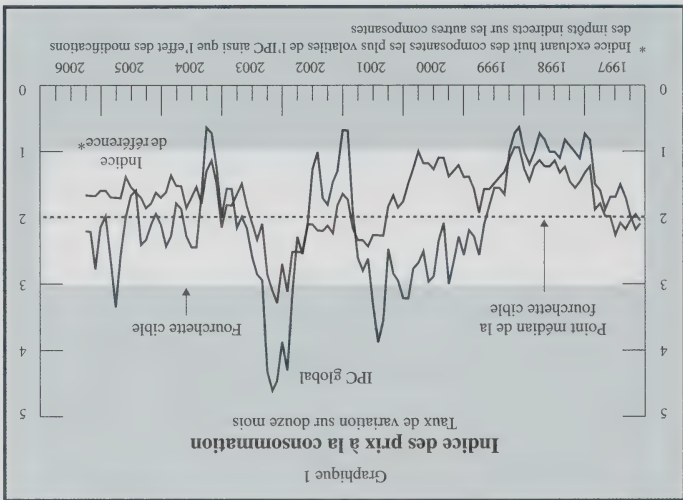
2. Pendant la dernière année, les réductions des prix des biens durables (automobiles exclues) et semi-durables, qui comportent tous deux une proportion élevée d'importations, ont retranché 0,3 point de pourcentage au taux d'accroissement de l'indice de référence.

## 2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global a été quelque peu supérieur à la cible de maîtrise de l'inflation de 2 % visée par la Banque, s'établissant à 2,5 % en moyenne de septembre 2005 à mars 2006. Cette évolution est surtout attribuable à la hausse considérable des prix à la consommation de l'énergie. En revanche, l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est maintenue à 1,7 % en moyenne durant la même période, à la faveur des pressions à la baisse que continuent d'exercer les prix des importations<sup>1</sup>.

### L'inflation et la cible de 2 %

Le rythme d'augmentation de l'IPC global a été très volatil, oscillant dans une fourchette de 2,0 à 3,4 % depuis la publication, en octobre 2005, du *Rapport sur la politique monétaire* (Graphique 1), sous l'effet des variations constantes des prix de l'essence et des majorations substantielles des prix de détail du gaz naturel.



1. L'indice de référence exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC global et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Les composantes exclues sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.

Des risques, tant à la hausse qu'à la baisse, pèsent sur la projection de la Banque en matière de croissance et d'inflation. L'instabilité que ceux-ci sont relativement équilibrés, les risques à la baisse devenant légèrement prépondérants plus tard au cours de la période de projection.

À la lumière de ces perspectives, la Banque estime qu'elle pourrait devoir relever encore quelque peu le taux directeur afin de maintenir l'équilibre entre l'offre et la demande globales et de garder l'inflation au taux cible à moyen terme. Elle suivra de près l'évolution de l'économie canadienne en tenant compte de la hausse cumulative du taux directeur depuis septembre dernier.

## 1. VUE D'ENSEMBLE

La croissance de l'économie canadienne se poursuit à un rythme solide, comme la Banque le projetait dans la *Mise à jour de janvier du Rapport sur la politique monétaire*. L'économie mondiale est vigoureuse et affiche un dynamisme légèrement plus prononcé que prévu, ce qui a donné lieu à un renchérissement de nombreux produits de base. Celui-ci, conjugué à la vive demande intérieure, a alimenté l'activité économique au pays. Parallèlement, la concurrence sur la scène internationale et l'appréciation passée du dollar canadien continuent de poser des défis à plusieurs secteurs. Tout bien considéré, la Banque estime que l'économie canadienne fonctionne à un niveau égal ou tout juste supérieur à sa capacité de production.

Les cours élevés et variables de l'énergie associés à la forte demande mondiale ont maintenu le taux d'accroissement de l'IPC global au-dessus de la cible de 2 % visée par la Banque. L'inflation mesurée par l'indice de référence est toutefois restée en deçà du taux cible, en raison des pressions à la baisse persistantes exercées par les prix des biens de consommation importés. Dans ces circonstances, la Banque a décidé de majorer son taux directeur de un quart de point de pourcentage le 7 mars et à nouveau le 25 avril, pour le porter à 4,0 %.

Le PIB du Canada devrait progresser de 3,1 % en 2006, conformément aux attentes exposées dans la *Mise à jour* de janvier, et de 3,0 % en 2007, ce qui est un peu plus rapide qu'escompté alors. Pour 2008, la croissance anticipée est de 2,9 %. On prévoit que l'économie canadienne tournera à un niveau légèrement supérieur à sa capacité tout au long de 2006 et qu'elle fonctionnera de nouveau à son potentiel avant la fin de 2008.

L'inflation mesurée par l'IPC global continuera d'être volatile, demeurant tributaire de la trajectoire des cours de l'énergie. Tenant compte des prix négociés sur les marchés à terme de l'énergie, la Banque prévoit que le taux d'augmentation de cet indice (exclusion faite des effets d'une modification de la taxe sur les produits et services) avoisinera 2 %, en moyenne, en 2007 et en 2008. Les pressions à la hausse sur l'inflation venant de la demande excédentaire au sein de l'économie devraient être contrebalancées par les pressions à la baisse dues au repli des prix de nombreux biens de consommation importés. On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence remonte à 2 % au second semestre de l'année et s'y maintienne jusqu'à la fin de

Modifications du taux
cible du financement à un
jour depuis la parution de
la <i>Mise à jour</i> de janvier
7 mars 2006 — hausse
de 25 points de base
à 3,75 %
25 avril 2006 — hausse
de 25 points de base
à 4,0 %





TABLE DES MATIÈRES

1. Vue d'ensemble .....	5
2. L'évolution récente de l'inflation .....	7
L'inflation et la cible de 2 % .....	7
Les facteurs qui influent sur l'inflation .....	8
3. L'évolution financière .....	17
Les taux d'intérêt et les taux de change .....	17
Les conditions du crédit et d'autres aspects .....	19
de l'évolution financière .....	19
4. Les perspectives .....	22
La conjoncture internationale .....	22
La demande et l'offre globales au Canada .....	25
L'inflation .....	28
Les risques pesant sur le scénario .....	30
de référence .....	30
Bibliographie .....	33
Notes techniques .....	
1. Incidence d'une modification de la	
TPS sur l'inflation et implications	
pour la politique monétaire .....	29
2. Ajustement à long terme de	
l'épargne mondiale et des	
déséquilibres des balances courantes .....	31

Les déséquilibres [mondiaux] étant un problème d'ordre planétaire, leur résolution suppose un effort à l'échelle du globe. [...] Même si les mesures précises que prendront les décideurs publics varieront d'un pays à l'autre, certains principes de base devraient être appliqués par tous. Mentionnons, à ce titre, l'adoption de politiques budgétaires appropriées, la promotion du bon fonctionnement des marchés du travail et des biens, la mise en place d'un filet de sécurité sociale efficace, l'instauration de politiques favorisant un système financier efficient et solide, ainsi que la mise en œuvre d'une politique monétaire axée sur un taux d'inflation bas, stable et prévisible. [...] Une résorption ordonnée de ces déséquilibres est dans notre intérêt à tous.

David Dodge

*Gouverneur, Banque du Canada  
6 février 2006*

BANQUE DU CANADA

# RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— Avril 2006 —

*Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay, David Longworth et Tiff Macklem.*

# LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA

## La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

## L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.

- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imposer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'indépendance qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

## Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. Cette fourchette cible de maîtrise de l'inflation a été reconduite à quelques reprises, la dernière fois en mai 2001, lorsqu'il a été décidé d'en prolonger l'application jusqu'à la fin de 2006. La politique monétaire est axée sur le maintien du taux d'inflation à 2 %, soit le point médian de la fourchette, afin de maximiser la probabilité que l'inflation demeure à l'intérieur de celle-ci et d'accroître la prévisibilité de l'inflation à long terme (Crawford, 2001).

## Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur un indice qui mesure l'inflation fondamentale — appelée *indice de référence* — en excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Cet indice est généralement un meilleur indicateur des pressions inflationnistes sous-jacentes que ne l'est le plus récent taux d'accroissement, en glissement annuel, de l'IPC (Macklem, 2001).

# Rapport sur la politique monétaire

Avril 2006

BANQUE DU CANADA





CA1  
FN73  
- M56

Government  
Publications



BANK OF CANADA

# Monetary Policy Report

October 2006

# CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY

## Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

## The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

## The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly announced a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. That inflation-control target range was extended a number of times, most recently in May 2001, in this last case to the end of 2006. Monetary policy aims to keep future inflation at the 2 per cent target midpoint of this range, both to maximize the likelihood that inflation stays within the target range and to increase the predictability of inflation over the longer term (Crawford 2001).

## Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank focuses on a *core* measure of CPI inflation that excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. Core inflation also tends to be a better predictor of underlying inflationary pressures than the latest twelve-month rate of increase in the total CPI (Macklem 2001; Armour and Lafleche 2006).

Bank of Canada  
234 Wellington Street  
Ottawa, Ontario  
K1A 0G9

5315  
CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper



BANK OF CANADA

# MONETARY POLICY REPORT

— October 2006 —

*This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:  
David Dodge, Paul Jenkins, Pierre Duguay,  
David Longworth, and Tiff Macklem.*

It is important to remember that when it comes to setting monetary policy, the Bank always tries to develop a complete picture of the economy. We do not react unduly to any individual piece of information. Rather, we put all the pieces together to get to the underlying trends in the economy.

David Dodge

*Governor, Bank of Canada*  
21 June 2006

# CONTENTS

<b>1. Overview</b> .....	5
<b>2. Recent Developments in Inflation</b> .....	7
Inflation and the 2 per cent target .....	7
Factors at work on inflation .....	9
<b>3. Financial Developments</b> .....	18
Interest rates and exchange rates .....	18
Credit conditions and other financial developments .....	21
<b>4. The Outlook</b> .....	24
International background .....	24
Aggregate demand and supply in Canada .	27
The outlook for inflation .....	30
Risks to the outlook .....	32
<b>Bibliography</b> .....	35

## Technical Boxes

1. Interpreting the Recent Behaviour of Exports .....	10
2. A New Exchange Rate Index for the Canadian Dollar .....	20
3. Linkages between House Prices, Credit, and Household Spending .....	33





## 1. OVERVIEW

The Canadian economy continues to operate just above its full production capacity, and the near-term outlook for core inflation has moved slightly higher. However, with the U.S. economy slowing more quickly than expected, the base-case projection for Canadian economic growth has been revised down slightly from that in the July *Monetary Policy Report Update*. Lower energy prices have led to a downward revision of the projection for total consumer price inflation. They have also contributed to moving the Canadian dollar into a somewhat lower trading range.

Although domestic demand in Canada has continued to grow at a robust pace, GDP growth in the second and third quarters of 2006 has been slower than expected, largely because of weaker net exports. A weaker near-term outlook for the U.S. economy has curbed the near-term prospects for Canadian exports and growth. As well, the Bank has lowered its assumption for potential growth to 2.8 per cent for the 2006–08 period, given recent developments in labour productivity. As a result of these factors, the Bank's base-case projection for Canadian GDP growth has been lowered to 2.8 per cent this year and 2.5 per cent in 2007. But with the U.S. economy projected to recover by the end of 2007, growth should pick up to 2.8 per cent in 2008. Such a profile implies that the small amount of excess demand now in the economy will be eliminated by the second half of 2007 and that the economy will then remain roughly in balance through to the end of the projection period.

With the economy currently in slight excess demand and with strong momentum in housing prices, core inflation is expected to move slightly above 2 per cent in the coming months. As the economy returns to potential and pressures from housing prices ease, core inflation should return to 2 per cent by the middle of 2007 and stay there through to the end of 2008.

Total CPI inflation will continue to be affected by the cut in the Goods and Services Tax (GST) and by developments in energy markets. Based on prices embedded in markets for energy futures, total inflation will likely average about 1 1/2 per cent through to the second quarter of 2007, before returning to the 2 per cent target and remaining there through to the end of the projection period.

The Bank of Canada left the target for the overnight rate unchanged at 4.25 per cent on 6 September and 17 October. The

*This report includes information received up to the fixed announcement date on 17 October 2006.*

current level of the policy rate is judged, at this time, to be consistent with achieving the inflation target over the medium term.

As noted in the press release of 6 September, the risks around the base-case projection are judged to be a little greater than at the time of the *July Update*. The main upside risk relates to the momentum in household spending and housing prices. The main downside risk is that the U.S. economy could slow more sharply than expected, leading to lower Canadian exports. The Bank judges that the upside and downside risks to its inflation projection are roughly balanced.

The correction of global imbalances is unfolding in a benign, albeit slow, manner. However, in the absence of further appropriate policy actions, there remains a possibility of a disorderly resolution of these imbalances. Consequently, the balance of risks for global and Canadian growth is tilted slightly to the downside late in the projection period.

## 2. RECENT DEVELOPMENTS IN INFLATION

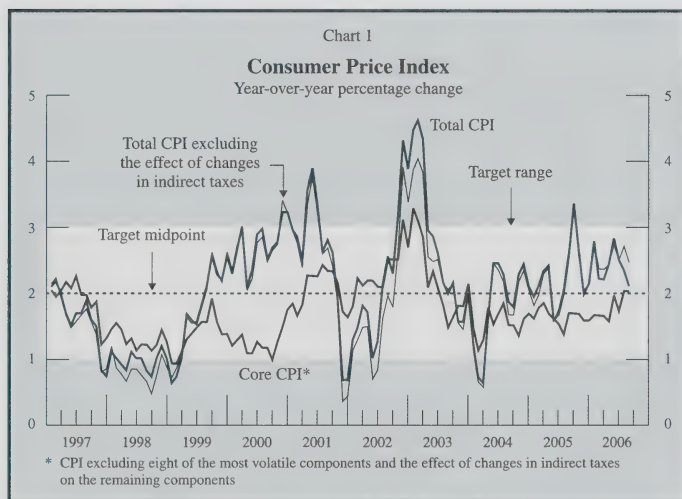
The 12-month rate of increase in the total CPI fell to 2.1 per cent in August from 2.8 per cent in May. This drop largely reflected the impact on consumer prices of the GST reduction in July 2006, as well as lower year-to-year increases in energy prices at the consumer level. If the effect of changes in indirect taxes is excluded, the rate of increase in the total CPI was 2.6 per cent in August.<sup>1</sup> The core rate of inflation, which also removes the effects of changes in indirect taxes, moved up to 2.0 per cent in July and August, after remaining at about 1.7 per cent over the first four months of this year.<sup>2</sup>

*CPI inflation fell to 2.1 per cent in August from 2.8 per cent in May...*

### Inflation and the 2 per cent target

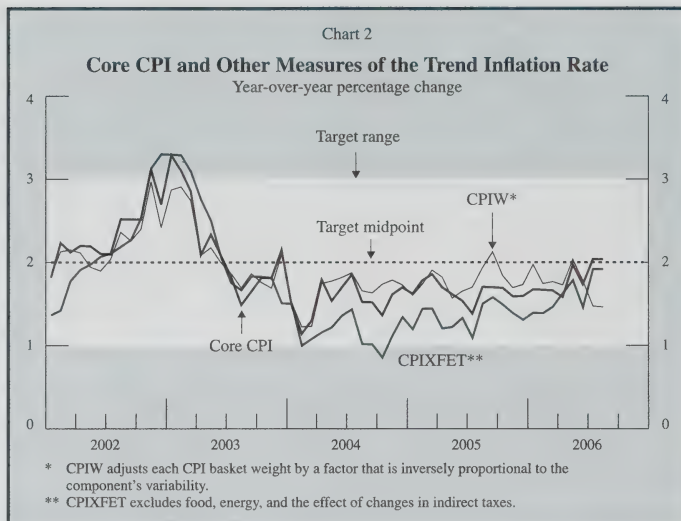
While the rate of increase for the total CPI moved down close to the 2 per cent inflation target in August (Chart 1), it was somewhat higher than projected in the July *Update*. There was an upward surprise in the price of gasoline. As well, prices in the housing and service sectors increased at a slightly higher rate than

*... but the August inflation rate was somewhat higher than expected.*



1. The combined direct effect of the 1-percentage-point GST reduction and small increases in other indirect taxes is now estimated to be a decrease of 0.5 per cent in the total CPI in July and August 2006. The magnitude of the decrease arising from the effect of changes in indirect taxes is slightly smaller than the previous estimate of 0.6 per cent, mainly because of increases in federal excise taxes on tobacco products and alcoholic beverages.

2. The core measure of inflation excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. The eight volatile components are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs.



expected. For instance, homeowners' replacement costs (an important component of core prices for shelter) have risen at a faster pace this year as a result of considerably higher prices for new housing, particularly in Alberta. Prices for other services have also increased at a slightly faster rate, mainly because of a modest rebound in automobile insurance premiums. Partially offsetting these upward pressures has been the decrease in the prices of many import-intensive goods, which reflects the effects of further declines in the world prices of many manufactured goods and the past appreciation of the Canadian dollar.

The core rate of inflation moved up to 2.0 per cent in July—earlier than expected—and remained there in August. Other measures of the trend rate of inflation that the Bank monitors have also tended to edge up close to 2 per cent, if the effects of changes in indirect taxes are excluded (Chart 2).<sup>3</sup> These increases in trend inflation measures are consistent with the Bank's view that the economy has recently been operating just above its production capacity.

*Core inflation moved up to 2 per cent in July and August.*

3. It should be noted that CPIW, one of the trend inflation measures shown in Chart 2, is affected by changes in the GST and other indirect taxes.



## Factors at work on inflation

### Aggregate demand

Canadian real GDP, after growing at an annual rate of 3.6 per cent in the first quarter of 2006, rose by only 2.0 per cent in the second quarter, less than the 3.2 per cent projected in the July *Update*. Currently available information suggests that real GDP grew by about 2 per cent in the third quarter of 2006. This is also less than previously anticipated and reflects evidence suggesting considerably weaker inventory accumulation by businesses than in the second quarter.

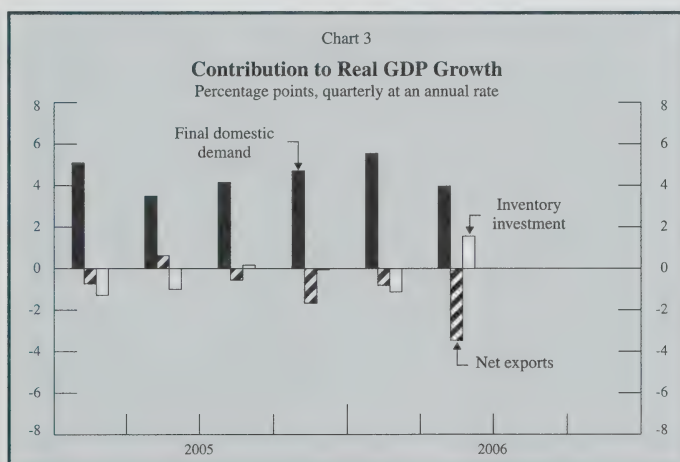
Final domestic demand continued to be the major contributor to GDP growth in the first half of 2006, while net exports decreased over the period (Chart 3). Strong overall profitability and capacity pressures in a number of industries, combined with ongoing reductions in the prices of imported machinery and equipment and favourable financing conditions, supported marked increases in capital spending by businesses. With further substantial increases in real personal disposable income and household net worth (partly reflecting a considerable rise in housing prices), the growth of household expenditures was also quite robust over this period, picking up from the pace seen in the second half of 2005.

Despite ongoing strength in the global economy, there was a broad-based decline in Canada's exports in the first half of 2006, which appears to be related to several factors (Technical Box 1). Exports of automotive products returned to more normal levels after being unusually high towards the end of 2005. Exports of

*Real GDP growth was weaker than expected in the second quarter.*

*There were strong gains in final domestic demand in the first half of 2006 . . .*

*. . . but exports fell back, despite ongoing strength in the global economy.*



## Technical Box 1

**Interpreting the Recent Behaviour of Exports**

After experiencing vigorous growth during the second half of 2005, exports of Canadian goods and services fell in the first half of this year. This pattern is not well explained by standard macro export equations used by the Bank. Rather, it appears to be more related to specific factors, particularly developments in the automotive sector.

The expansion of the U.S. economy has been a positive factor for Canadian exports over the past several years, while the appreciation of the Canadian dollar has had a dampening effect. According to an estimated error-correction model,<sup>1</sup> the negative impact of the exchange rate moderated somewhat during the first half of 2006, and thus does not explain the slowdown in exports. Indeed, the model underpredicted growth during the second half of 2005, while overestimating it more recently. Thus, many of the recent movements in exports seem to be attributable to shocks that are not captured by this model.

An examination of the sectoral composition of exports suggests that developments in the automotive sector can explain in large part the difference between actual data and the model simulations. Exports in this sector experienced very strong growth during the second half of 2005. Canadian automobile exports relative to U.S. sales reached exceptional highs at the end of the year. During the first half of 2006, exports in this sector declined, and their relationship to U.S. sales started to return to more normal levels. Two further factors contributed to the strength of exports during the second half of 2005: the reopening of the U.S. border to live cattle from Canada and increased exports of lumber in anticipation of post-hurricane reconstruction. Conversely, during the second quarter of 2006, exports of machinery and equipment posted a sharp drop that the model did not predict.

For the second half of 2006, the model predicts robust export growth. According to the model, the dampening effect of the exchange rate will continue to abate, while the boost provided by expanding demand in the United States will diminish somewhat, reflecting in part the slowdown in the U.S. housing sector. Nonetheless, in the base-case projection presented in this *Report*, exports grow more slowly than the 6 per cent predicted by the model, largely because of further adjustments in the automotive sector.

<b>Actual and Simulated Export Growth</b> (Annualized growth, per cent)			
	05H2	06H1	06H2
Actual growth in exports	7.4	-2.5	n.a.
Simulated growth	3.9	5.3	6.0
Contribution of U.S. demand	6.7	6.6	4.6
Contribution of relative prices	-4.5	-3.2	-1.1
Contribution of other factors	1.7	1.9	2.5

1. This econometric model links the rate of growth in exports to movements in the principal components of U.S. demand, a measure of relative prices, and a measure of openness to foreign trade. It should be noted that the current version of the model differs slightly from that presented in Box 1 of the article "Exports, Imports, and the Appreciation of the Canadian Dollar," in the autumn 2005 issue of the *Bank of Canada Review*. In the current version of the model, residential construction has been added as a component of U.S. demand.

machinery and equipment also fell sharply in the second quarter of 2006. As well, the appreciation of the Canadian dollar over the past four years continued to restrain growth in the demand for Canadian exports. There are, however, indications that export growth revived in the third quarter of 2006, suggesting that some of the weakness in the first half of the year reflected transitory factors. With ongoing firm growth in final domestic demand, imports continued to rise markedly in the first half of 2006, although at a slower pace than was observed in the second half of last year.

### Estimated pressures on capacity

Although there has been some moderation of growth in recent months, most indicators of capacity pressures suggest that the economy was operating slightly above its production capacity in the third quarter of 2006.

With observed weakness in labour productivity growth, the Bank's conventional measure of potential output for the period since the beginning of 2005 was revised down slightly from the estimate used in the last *Update*.<sup>4</sup> At the same time, the weaker economic growth in the second quarter of 2006, combined with projected growth of 2 per cent in the third quarter (compared with a projection of 3 per cent in the July *Update*), implies that the level of activity in the third quarter was also somewhat lower than expected. These developments are reflected in the Bank's conventional measure of the output gap, which indicates that the economy was operating about 0.2 per cent above its production capacity in the third quarter of 2006 (Chart 4). This estimate is subject to a considerable degree of uncertainty, but the broad picture of an economy in slight excess demand is consistent with a range of other capacity indicators.

In the Bank's autumn *Business Outlook Survey*, the percentage of firms reporting difficulties in meeting an unanticipated increase in demand remained above average (Chart 5). Statistics Canada's measure of capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector also indicated above-average pressure on production capacity in the second quarter of 2006.

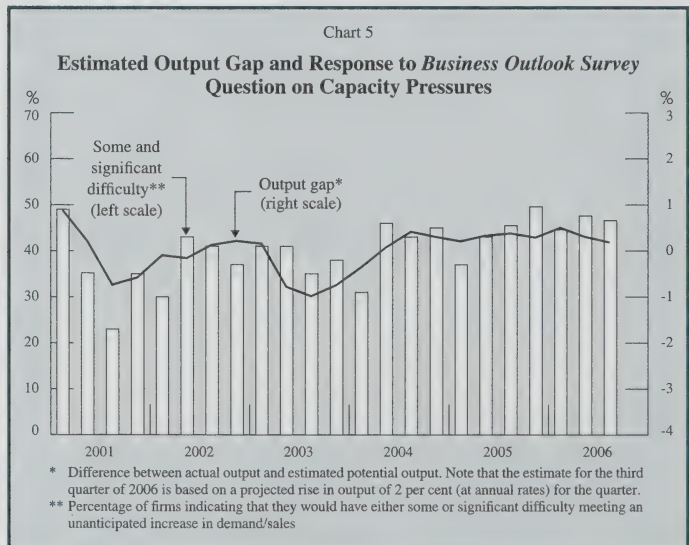
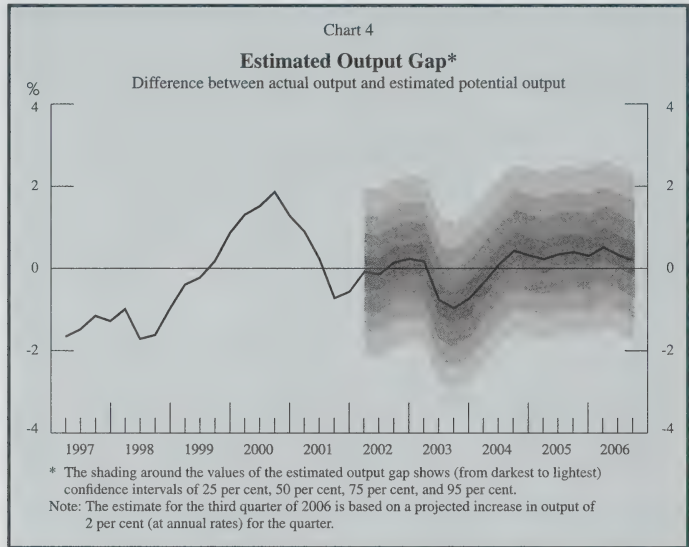
The employment-to-population ratio in September remains very high by historical standards, while the unemployment rate has stayed low. The underlying trend increase in wages seems to have risen further in recent months and now appears to be more

*Most capacity indicators suggest an economy in slight excess demand.*

4. Potential output is now estimated to have increased at an annual rate of 2.7 per cent in 2005 and 2.8 per cent for the first half of 2006, compared with respective rises of 2.8 per cent and 2.9 per cent assumed in the last *Update*. The Bank's assessment of the underlying trend in labour productivity growth going forward has also been revised down, as discussed in the next section.

consistent with the indicators of tightness in labour markets than was previously the case.

Core inflation has been close to 2 per cent since May, despite ongoing downward pressure on the prices of globally traded durable and semi-durable goods. This appears to be consistent



with an economy that has been operating slightly above its production capacity.

Within these national measures, it is evident that capacity pressures continue to be strongest in the western provinces. There has been a marked pickup in housing price increases in Alberta and Vancouver and, at the same time, some moderation in price gains for housing in certain urban centres in Central and Atlantic Canada. Wage increases in Alberta also continue to be markedly higher than those in other parts of the country, reflecting the differing pressures in labour markets. The Bank's autumn *Business Outlook Survey* confirms that capacity pressures remain much more intense in the western provinces than elsewhere, with little change from the preceding survey.

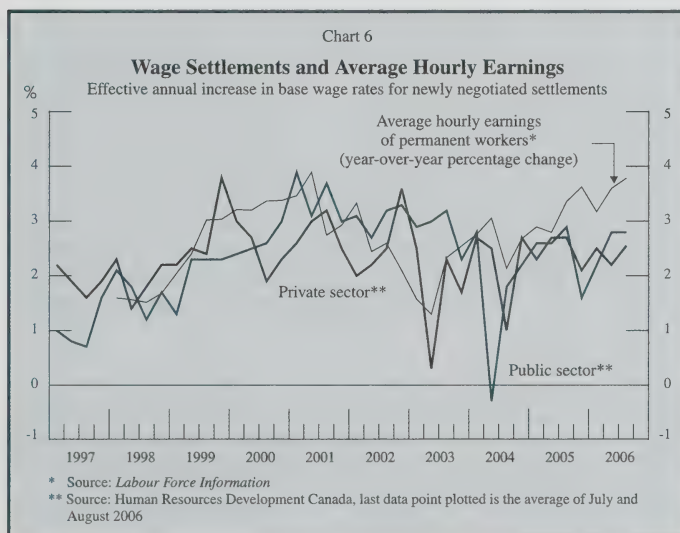
After a review of all the indicators of capacity pressures, it is the judgment of the Governing Council that overall, the economy was operating just above its production capacity in the third quarter of 2006.

*The economy was operating just above its production capacity in the third quarter of 2006.*

### Labour compensation and productivity

The trend growth in wages has continued to move higher in recent months and, as already noted, is now more consistent with other indicators of the degree of tightness in labour markets. This assessment is based on the 12-month change in average hourly earnings of permanent workers reported by Statistics Canada in the Labour Force Survey, which is considered to be a good indicator of the underlying change in wages. This measure suggests that the

*Wage increases have moved up to between 3 1/2 and 4 per cent in recent months.*





rate of increase in aggregate wages has risen to between 3 1/2 and 4 per cent (Chart 6). The year-to-year increase in another indicator of compensation—hourly labour compensation from Statistics Canada's Productivity Accounts—which earlier on had been boosted by unusually large one-time payments, was also about 4 per cent in the second quarter of 2006 (Chart 7).

Over the past three and a half years, productivity growth in the business sector has averaged 1.0 per cent. After little change in 2003 and 2004, productivity picked up considerably in 2005, growing by 2.4 per cent.<sup>5</sup> However, productivity growth appears to have slowed once again in the first half of 2006. In the absence of a sustained period with productivity growth above 2 per cent to offset the virtual absence of productivity growth in 2003 and 2004, the balance of risks around the Bank's previous assumption for trend productivity growth of about 1 3/4 per cent has shifted to the downside.

While assessments of trend productivity growth are difficult, the modest realized pace of productivity growth is consistent with an economy that is undergoing significant structural adjustment in the face of large movements in commodity prices, the marked appreciation of the Canadian dollar, and new sources of competition from emerging Asia. As discussed in previous *Monetary Policy Reports*, this adjustment involves a reallocation of labour and capital towards the production of commodities with significantly higher prices, and towards the non-tradable goods and services sectors.<sup>6</sup> During the adjustment period, capital and labour are likely to be less productive. Observed trends in productivity growth suggest that this adjustment is ongoing and may be having a larger and more protracted impact on productivity growth than previously projected. With this in mind, something closer to 1 1/2 per cent would appear to be a more balanced assumption for trend productivity growth over the next couple of years. With the assumption regarding trend labour input growth remaining at about 1 1/4 per cent, this implies potential growth of about 2.8 per cent.

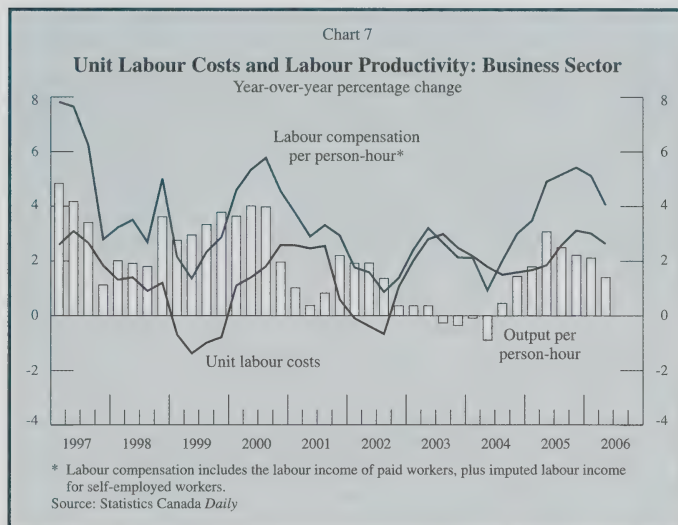
When the modest observed productivity gains are taken into account, unit labour costs in the second quarter of 2006 were up 2.6 per cent from their level a year earlier. With recent compensation increases at between 3.5 and 4 per cent and with trend productivity growth now assumed to be about 1 1/2 per cent, underlying

*Labour productivity growth has been averaging below the assumed trend growth of 1 3/4 per cent...*

*... leading the Bank to revise down its assumption for trend labour productivity growth to 1 1/2 per cent.*

5. The year-to-year increase in productivity in the fourth quarter of 2005 had originally been estimated by Statistics Canada to be 1.5 per cent. This estimate has been revised upwards to 2.2 per cent, chiefly as a result of corrections to the estimates of hours worked in 2005.

6. See Technical Box 1 in the April 2005 *Monetary Policy Report* and Technical Box 2 in the October 2005 *Monetary Policy Report*.



increases in unit labour costs have risen but still appear to be in the range of 2 per cent.

### Commodity and output prices and the terms of trade

The prices of non-energy commodities have remained firm since the *July Update* (Chart 8). Metals prices have risen a little further, reflecting strengthening global demand and further production disruptions. Lumber prices, in contrast, have eased as a result of the downturn in the U.S. housing market.

The price of light crude oil (West Texas Intermediate), which was US\$74 per barrel at the time of the *July Update*, averaged US\$59 in the ten days ending on 13 October 2006. This decrease appears to reflect market expectations of a reduced supply risk and some easing in the prospects for global oil demand (resulting from the effect of persistently high oil prices). In recent weeks, natural gas prices were also somewhat lower than in early July, reflecting relatively high inventories following lower-than-expected demand for cooling in the late summer.

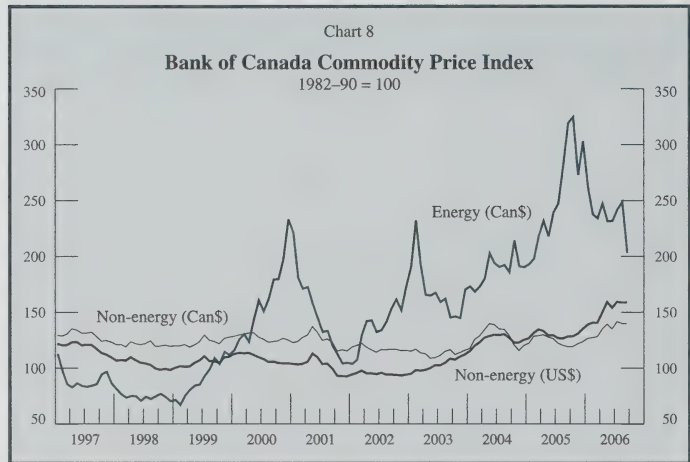
With the marked reduction in natural gas prices since the end of 2005, Canada's terms of trade fell back in the first half of 2006 (Chart 9). As a result, the four-quarter change in the chain price index for GDP (a broad price measure of the goods and services produced in Canada) decreased from 4.1 per cent in the fourth quarter of 2005 to 2.8 per cent in the second quarter of 2006

*The prices of non-energy commodities have remained firm, overall, since early July . . .*

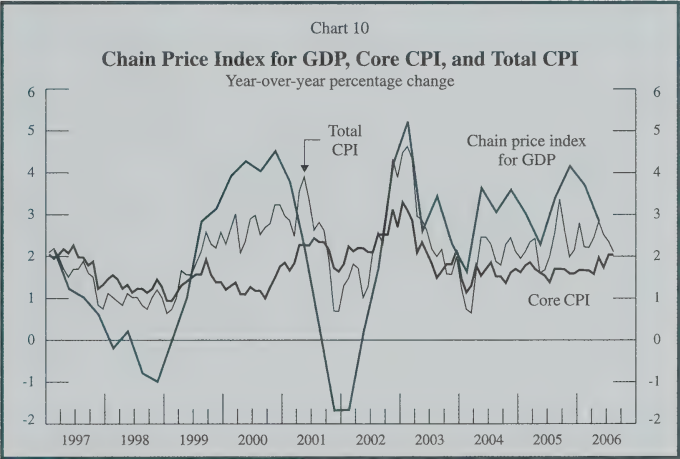
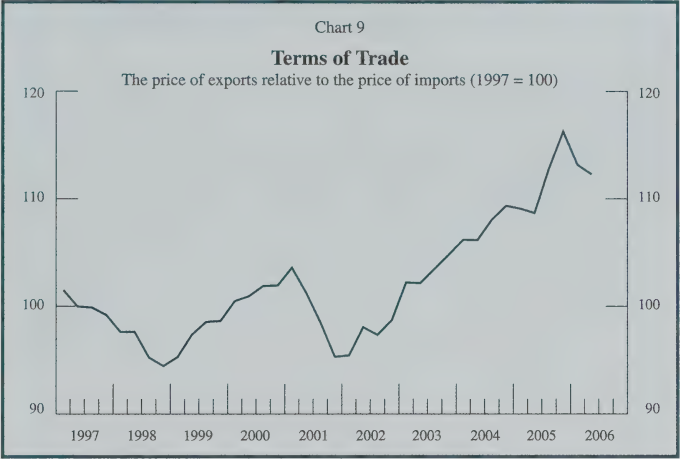
*. . . while the prices of crude oil and natural gas have fallen back.*

(Chart 10). Consequently, the year-to-year increase in nominal GDP moderated during this period, although still rising by some 5.7 per cent in the year ending in the second quarter of 2006. The resulting above-average increase in real income (defined as the difference between the year-to-year rise of nominal GNP and that of the deflator for final domestic demand) was still providing support for the considerable gain in final domestic demand.<sup>7</sup>

The recent decline in the prices of crude oil and natural gas will likely lead to a further reduction in Canada's terms of trade over the remainder of 2006 and, therefore, to slower growth in nominal GDP. In turn, this reduced rate of nominal income growth can be expected to put some downward pressure on the growth of corporate profits and government revenues.



7. For a detailed discussion of the important role of terms-of-trade movements in explaining changes in real incomes in Canada, see Duguay (2006).



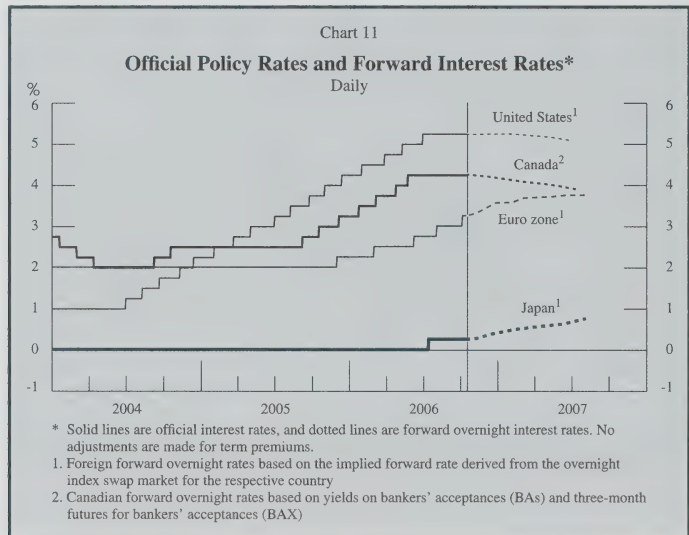
### 3. FINANCIAL DEVELOPMENTS

#### Interest rates and exchange rates

*Policy rates in industrialized countries outside North America continued to move up . . .*

*. . . but in both Canada and the United States, policy rates have recently been left unchanged.*

Since the July *Update*, policy interest rates have continued to move higher in a number of industrialized countries outside North America. The European Central Bank, the Bank of England, and the Reserve Bank of Australia have all raised their respective policy rates, and financial markets expect further policy tightening in 2006 and early 2007 (Chart 11). The Bank of Japan has also raised its policy rate, effectively ending its "zero interest rate policy," now that the Japanese economy appears to be on a sustainable growth path. In contrast, policy rates in both Canada and the United States have recently been left unchanged, following a number of consecutive increases. Short-term interest rates embody expectations that policy rates in these two countries will remain at their current levels for the rest of 2006 but decline somewhat in 2007.

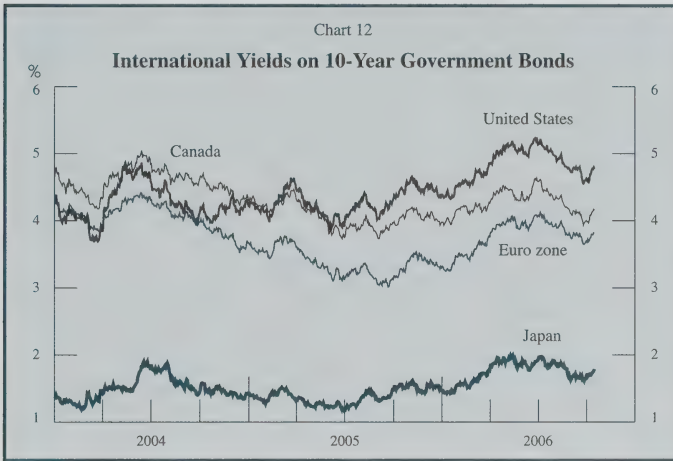


*Yields on long-term bonds have decreased.*

Despite some heightened inflationary concerns among market participants at the time of the last *Update*, inflation expectations in major industrialized countries have since moderated, partly reflecting the recent decline in energy prices and the weaker growth outlook for the U.S. economy. Such developments have



contributed to the decrease in the yields on the long-term government bonds of major industrialized countries since mid-year (Chart 12).



Currency markets have been relatively steady since the July *Update*, with many currency pairs trading in relatively narrow ranges. Over this period, the Canadian dollar has generally been within a range of 87.5 to 90.5 cents U.S., compared with the range of 88.5 to 91.5 cents U.S. for May to mid-July assumed in the projection in the *Update*. It would appear that the impact on the Canadian dollar from the decline in energy prices since July has been partly offset by an increase in currency flows related to cross-border mergers and acquisitions in Canada. Since the end of 2005, the Canadian dollar has also traded within a fairly steady range against the currencies of its other major trading partners (Chart 13 and Technical Box 2).

*The Canadian dollar has traded in a somewhat lower range than assumed in the July Update.*

## Technical Box 2

**A New Exchange Rate Index for the Canadian Dollar<sup>1</sup>**

The Bank has developed a new Canadian-dollar effective exchange rate index (CERI), to replace its C-6 index.<sup>2</sup> This new index better reflects the profile of Canada's international trade, including the increased importance of China and Mexico.

The CERI offers a major advantage over the C-6 index. It is calculated using a weighted average of multilateral trade weights, while the C-6 index uses simple bilateral trade weights. Unlike bilateral trade weights, multilateral weights account for third-market competition which, when added to information from bilateral trade numbers, gives a more accurate picture of the importance of a particular country in Canada's international trade. Third-market export weights capture the competition between two countries (domestic and foreign country) in all other markets. They are calculated by multiplying the foreign country's share of total supply in each third market by the relative importance of the third markets as destinations for the domestic country's exports.

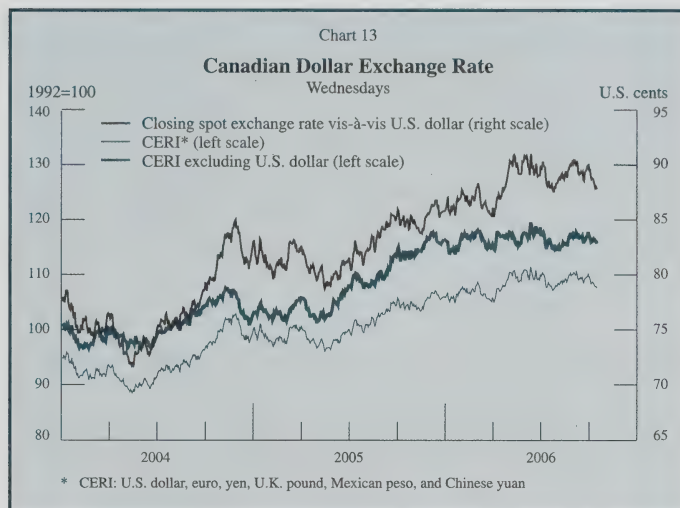
The CERI also uses a broader measure of trade, which includes services trade, and is not restricted to industrialized countries. The Bank has taken the opportunity of moving to a new index to use more recent data in calculating the trade weights.

In choosing the currencies to be included in the new index, the Bank decided to use the currencies of countries with trade weights of 2 per cent or higher based on trade data for 1999–2001. From a set of 184 countries, five countries plus the euro zone satisfy this criterion. These six jurisdictions account for 86 per cent of Canadian trade based on the 1999–2001 data. The following table gives the weights for the currencies in the CERI.

Currency Weightings in the CERI and the C-6			
Currency	CERI weights 1996–present (based on 1999–2001 multilateral trade data)	CERI weights prior to 1996 (based on 1989–91 multilateral trade data)	C-6 weights (based on 1994–96 bilateral trade data)
U.S. dollar	0.7618	0.5886	0.8584
Euro	0.0931	0.1943	0.0594
Japanese yen	0.0527	0.1279	0.0527
Chinese yuan	0.0329	-	-
Mexican peso	0.0324	0.0217	-
U.K. pound	0.0271	0.0368	0.0217
South Korean won	-	0.0307	-
Swiss franc	-	-	0.0043
Swedish krona	-	-	0.0035

1. An article describing the CERI in more detail can be found on the Bank's website at <[www.bankofcanada.ca/en/rates/ceri.html](http://www.bankofcanada.ca/en/rates/ceri.html)>. It will also be in the forthcoming autumn issue of the *Bank of Canada Review*.

2. See <[www.bankofcanada.ca/en/rates/mci2.html](http://www.bankofcanada.ca/en/rates/mci2.html)> for the definition of the C-6 index. Use of the C-6 index will be discontinued at the end of 2006.



## Credit conditions and other financial developments

Access to credit for the non-financial business sector has remained very favourable, at a cost comparable to, or in the case of debt financing, more favourable than that at the time of the *April Report*. Although strong cash flow has moderated firms' borrowing requirements, business credit has continued to grow at a rate above its historical average because of a marked increase in capital expenditures.

Favourable credit conditions have been supported by above-average profit margins and the generally sound balance sheets of the non-financial business sector. There is, however, growing disparity in the profitability of various sectors, with resource-producing and domestically oriented sectors outperforming non-resource-based sectors exposed to trade.

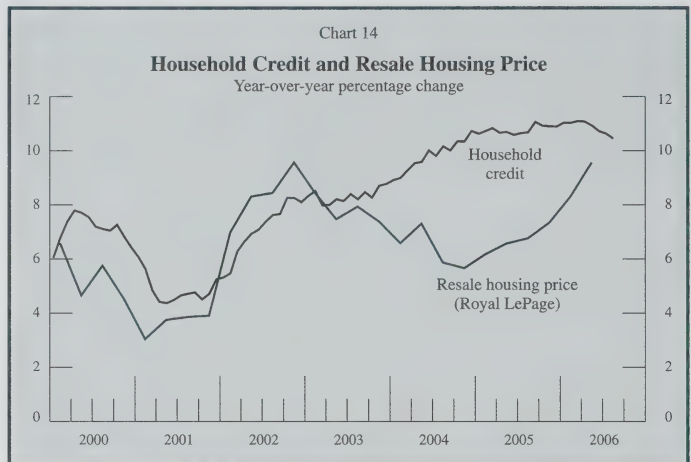
Financial institutions continue to be in a good position to lend, as a result of their strong profitability, healthy balance sheets, and the low level of impaired loans. Financial markets also continue to have a healthy appetite for the security offerings of Canadian corporations. With Canada's economic outlook boding well for the business sector's profitability, firms should continue to have ready access to the funding needed for robust investment.

*Business credit conditions remain very favourable ...*

*... owing to the health of the financial and non-financial business sectors.*

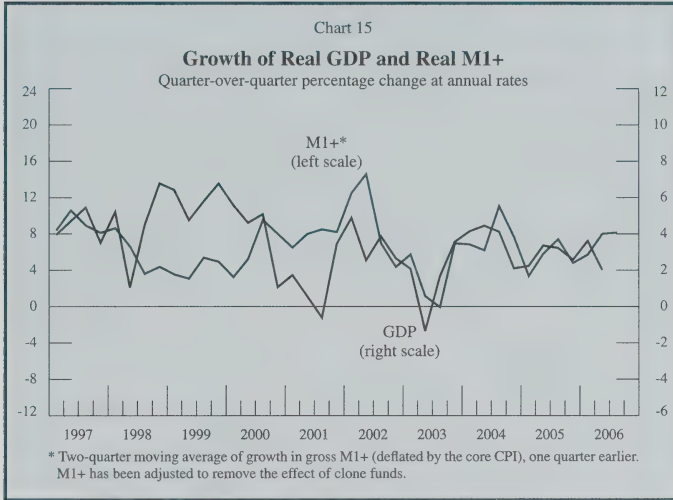
*Marked gains in house prices have allowed households to continue to finance additional spending through secured borrowing.*

Financial conditions also continue to provide strong support to household spending. Increases in house prices and household credit continue to be well above historical averages (Chart 14). This is allowing households to finance consumption with loans secured by home equity. This phenomenon is more pronounced in Western Canada, where house prices have risen dramatically over the past two years. Despite this strong credit growth, the debt-service burden of households continues to be modest, since rates on mortgages and consumer loans remain historically low.<sup>8</sup> These conditions continue to point to a strong underpinning for continued growth in household spending.



Since the last *Report*, growth in narrow money (M1+) has remained stable, driven by sustained strength in non-personal deposits resulting from firms' accumulation of cash balances. Narrow money growth suggests that near-term output growth will be slightly below the growth of production capacity (Chart 15).

8. The Bank has begun to examine the distribution of debt-service ratios across households. From a macro point of view, changes in this distribution over the past six years have been relatively small. In particular, there has been no significant increase in the percentage of households with high debt-service ratios. This December's *Financial System Review* will discuss this distribution from a financial stability perspective.





## 4. THE OUTLOOK

This section outlines the Bank's outlook for the global economy through to the end of 2008, followed by the associated projection for the Canadian economy. This base-case projection has been developed assuming a slow and orderly resolution of global imbalances resulting from supportive policy actions to rebalance global demand and a gradual real effective depreciation of the U.S. dollar. Energy prices are assumed to evolve along a path that is consistent with current futures prices, and the Canadian dollar is assumed to remain within the recent range of 87.5 to 90.5 cents U.S. The section concludes with a discussion of the risks to the base-case projection.

### International background

*The global economy continues to expand at a solid pace . . .*

*. . . but growth in the U.S. economy has moderated.*

*GDP growth in China continues to surprise on the upside.*

The robust global expansion, under way for the past four years, is expected to moderate only slightly over the next two years. Overall, real global GDP is projected to grow solidly: by 5.1 per cent in 2006, 4.7 per cent in 2007, and 4.5 per cent in 2008 (Table 1). Economic growth in emerging markets has been particularly strong, with many countries benefiting from earlier increases in export earnings stemming from high commodity prices and from the continued expansion of domestic demand. The growth of the U.S. economy, which has been an important source of global demand in recent years, has moderated. The gradual slowing in overall global growth through the projection period reflects growing capacity constraints and the associated tightening in monetary policy by the major industrial economies.

Growth in Asia (excluding Japan) continues at a robust pace, with China's vigorous economy still boosting regional growth rates. The outlook for real GDP growth in China and emerging Asia remains buoyant, with only a moderate slowing over the next two years. In Japan, solid growth in investment, and to a lesser extent, in consumer expenditures, is expected to underpin economic activity over the next few years through what is likely to be an extended period of fiscal consolidation. In the euro zone, output continues to grow, although the pace of expansion will be limited by the modest growth in productive capacity.

**Table 1**  
**Global Growth Projection**

	Share of real global GDP <sup>a</sup> (per cent)	Expected growth (per cent) and percentage point contribution to economic growth <sup>b</sup>			
		2005	Projection		
			2006	2007	2008
United States	20	3.2 [0.64]	3.3 [0.66]	2.6 [0.52]	3.2 [0.64]
European Union	19	1.6 [0.29]	2.5 [0.46]	2.0 [0.37]	2.0 [0.38]
Japan	6	2.6 [0.17]	2.7 [0.17]	2.0 [0.13]	2.0 [0.13]
China and Asian NIEs <sup>c</sup>	19	9.2 [1.72]	9.5 [1.77]	8.6 [1.61]	7.9 [1.47]
Others	36	5.7 [2.06]	5.7 [2.07]	5.7 [2.06]	5.3 [1.92]
World	100	4.9	5.1	4.7	4.5

a. GDP shares are based on the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2005. Source: IMF, WEO Database, April 2006

b. Numbers in square brackets represent the contribution of each region to the global economic growth rate in percentage points.

c. NIEs are newly industrialized economies. These include Hong Kong (Special Administrative Region), South Korea, Taiwan (Province of China), and Singapore.

Source: Bank of Canada

In the United States, real GDP is expected to grow 3.3 per cent in 2006, slightly lower than projected in the July *Update*. In recent months, there has been a pronounced slowdown in the housing sector, as well as weakness in the motor vehicle sector. The slowing evident in the second quarter is projected to continue through the second half of this year, with GDP growth likely to be in the range of 2 to 2 1/2 per cent at annual rates—below the level of potential growth of the economy, which is now estimated at about 3.0 per cent.<sup>9</sup>

The base-case scenario projects that U.S. real GDP growth will remain below potential output growth into 2007 before moving above potential through 2008. This implies that a small degree of excess supply would build in the United States before being gradually absorbed in 2008. With excess supply opening up in the U.S. economy, core inflation should move gradually lower.

*Slower near-term U.S. growth . . .*

*. . . should reduce inflationary pressures in the United States.*

9. Historical revisions to U.S. data from the first quarter of 2003 to the first quarter of 2006 indicate that real GDP growth over the period was weaker than earlier reported. Since much of the downward revision reflects lower investment growth, our base-case projection now includes less capital deepening and thus lower growth in U.S. potential output than previously estimated.

*U.S. growth is projected to recover in 2008.*

Domestic demand growth in the United States is expected to continue to slow into 2007, owing largely to a downturn in household spending on interest-sensitive goods, such as housing, motor vehicles, and other durables. At the same time, the low cost of corporate financing and strong growth in corporate profits are expected to continue to support investment. The projected strengthening of GDP growth in 2008 stems largely from two factors. First, the housing and auto sectors are expected to stop subtracting from growth. Second, with a further assumed real effective depreciation of the U.S. dollar of about 7 per cent over the projection horizon, and a strengthening in global investment which raises demand for U.S. capital goods, the growth in U.S. exports is projected to accelerate. This strengthening in export growth would contribute to a gradual improvement in the U.S. current account deficit.

*There are signs of a rotation in global demand.*

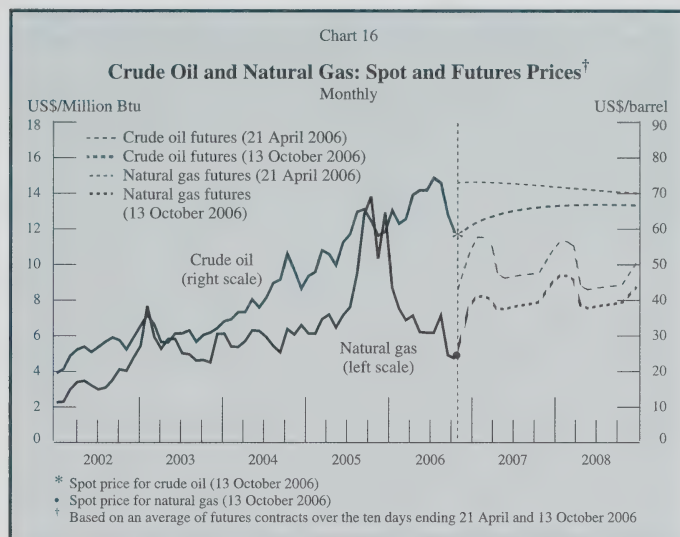
More broadly, with domestic demand expected to grow more slowly in the United States but more quickly in the rest of the world, demand is expected to be better balanced around the globe. In the base-case scenario, this rotation of demand is supported by the assumed depreciation of the U.S.-dollar real effective exchange rate, which is expected to occur mainly against the currencies of emerging Asia, Japan, and some of the oil-exporting countries that did not experience a significant appreciation in the 2002–04 period. These developments are consistent with an orderly resolution of global imbalances.

*Futures prices for energy are much lower than in July.*

Futures prices for crude oil and natural gas over the projection period are lower than those in the *July Update* (Chart 16). In the case of crude oil, this implies that prices would move up from their current level of just under US\$60 per barrel to US\$65 per barrel by the middle of 2007 and rise gradually to US\$67 in 2008.

*Base metals prices should remain relatively high.*

The price index for non-energy commodities is expected to decline over the projection period from the high levels reached in the third quarter of 2006. This partly reflects anticipated reductions in metals prices as increases in global capacity come on stream. With the weakness in U.S. housing activity, lumber prices are likely to remain low. Even so, with global demand for commodities projected to remain relatively strong, in line with robust global growth, the overall level of non-energy commodity prices is projected to stay high in relation to historical norms.



## Aggregate demand and supply in Canada

In Canada, growth in final domestic demand is expected to continue to contribute importantly to economic expansion in the second half of 2006 and through 2007 and 2008.

Consumer spending is expected to grow at a robust pace over the projection period as a result of further gains in real disposable income and increases in household net worth. Housing investment, after another substantial gain in 2006, is projected to decline slightly in 2007 and 2008.

Business investment is projected to grow strongly. Factors supporting a strong expansion include current capacity constraints, expectations of ongoing growth in the global economy, indications that energy and metals prices will stay relatively high for some time, continued favourable financial conditions, strong profit levels overall and very solid balance sheets, and further reductions in the prices of imported machinery and equipment.

The base-case projection assumes that the government sector will run a balanced budget over the projection period. Consistent with slowing nominal GDP growth, growth in government revenues is expected to slow. The large surpluses that have been evident recently would imply that projected growth in spending by all levels of government will be above projected revenue growth for a period of time.

*Growth in final domestic demand is expected to underpin the economic expansion in Canada.*

*Net exports are projected to exert a drag on growth through 2007.*

With the expected slowing in the growth of U.S. domestic demand into 2007 and the lagged effects from the past appreciation of the Canadian dollar, export growth is projected to be weak over the projection period. At the same time, continued substantial increases in investment in machinery and equipment, combined with the further impact of the past rise of the Canadian dollar, should help to boost imports. As a result, net exports should exert a significant drag on overall growth in 2006 and 2007, although this effect should ease over the projection period.

*Canada's GDP is projected to grow by 2.8 per cent in 2006, 2.5 per cent in 2007, and 2.8 per cent in 2008.*

The Bank's base-case outlook calls for economic growth, on an average annual basis, to be 2.8 per cent in 2006, 2.5 per cent in 2007, and 2.8 per cent in 2008 (Table 2, Chart 17). The outlook for both 2006 and 2007 is lower than that in the *July Update*. This lower growth mainly reflects two factors. First, the weaker U.S. economic outlook means that the projection for net exports and, to a lesser extent, investment has been revised down. Second, since the recent trend in labour productivity has been lower than expected (as discussed in section 2), the assumption for growth in production capacity from 2006 to 2008 has been revised down to 2.8 per cent.

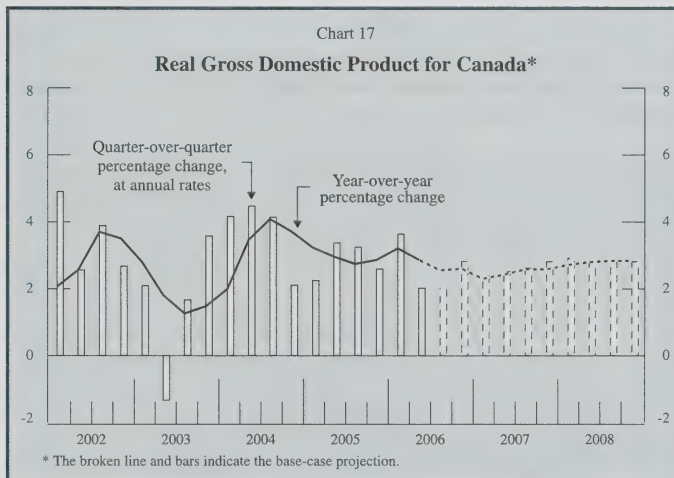
This profile for GDP growth implies that the economy would stay in slight excess demand over the near term, before moving back to its production capacity in the second half of 2007. The economy would then continue to operate at about full capacity through to the end of 2008. In this base-case projection, it is the near-term slowing and the subsequent pickup in the U.S. economy, combined with the lagged effects of past interest rate and exchange rate movements, that bring aggregate supply and demand back into balance and keep them there. Hence, in this projection, the current level of the policy rate is consistent with achieving the 2 per cent inflation target.



**Table 2**  
**Contributions to Average Annual Real GDP Growth\***  
Percentage points

	2006	2007	2008
Consumption	2.2 (2.0)	1.8 (1.8)	1.7 (1.6)
Housing	0.2 (0.2)	-0.1 (-0.1)	-0.1 (-0.1)
Government	0.8 (0.8)	0.8 (0.8)	0.7 (0.7)
Business fixed investment	1.0 (1.0)	0.7 (0.9)	0.5 (0.6)
<i>Subtotal: Final domestic demand</i>	<i>4.2 (4.0)</i>	<i>3.2 (3.4)</i>	<i>2.8 (2.8)</i>
Exports	0.6 (1.1)	0.7 (1.2)	1.1 (1.2)
Imports	-1.9 (-2.0)	-1.4 (-1.7)	-1.1 (-1.2)
<i>Subtotal: Net exports</i>	<i>-1.3 (-0.9)</i>	<i>-0.7 (-0.5)</i>	<i>0 (0)</i>
Inventories	-0.1 (0.1)	0 (0)	0 (0)
<b>GDP</b>	<b>2.8 (3.2)</b>	<b>2.5 (2.9)</b>	<b>2.8 (2.8)</b>

\*Figures in parentheses are from the base-case scenario in the July Update.



## The outlook for inflation

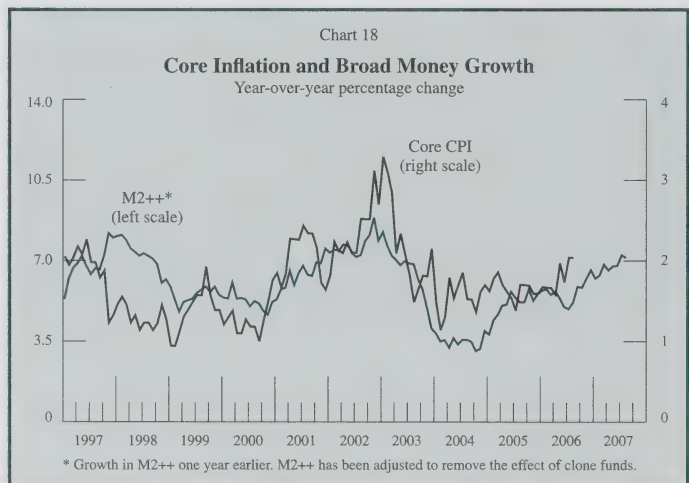
*Most indicators of inflation expectations remained stable over the past six months.*

Most indicators of inflation expectations that the Bank follows have remained quite stable since the time of the *April Report*, and key medium- and longer-term measures continue to be close to 2 per cent. In the Bank's autumn *Business Outlook Survey*, 78 per cent of firms expected CPI inflation to be within a range of 1 to 3 per cent, on average, over the next two years. This percentage of respondents was almost the same as in the previous three surveys. Furthermore, the average private sector forecast for total CPI inflation in 2007 was just under 2 per cent, and consensus forecasts of inflation over the longer term remained very close to 2 per cent.

Broad money (M2++) growth has risen to around 7 per cent (Chart 18), a rate which, if maintained, would be consistent with core inflation at about 2 per cent over the next year.

*Total CPI inflation is projected to average close to 2 per cent after mid-2007.*

The outlook for the 12-month rate of increase in the total CPI is importantly affected by the cut in the GST from 7 per cent to 6 per cent that took effect on 1 July 2006, and by developments in the markets for crude oil, gasoline, and natural gas (Chart 16). Available indicators suggest that total CPI inflation fell below 1 per cent in September 2006 as a result of the recent decline in crude oil and gasoline prices and the base-year effects stemming from the hurricane-related surge in energy prices in September of 2005. The prices of both crude oil and natural gas are assumed to follow the path given by futures prices, which are below the levels in the *July Update*. As a result, total CPI inflation is now expected to average close to 1.5 per cent from the fourth quarter of 2006 to the second quarter of 2007, a little lower than projected in the *Update* (Table 3).



**Table 3**  
**Summary of the Base-Case Projection\***

	2006			2007		2008
	Q2	Q3	Q4	H1	H2	
Real GDP (quarterly growth or average quarterly growth at annual rates)**	2.0 (3.2)	2.0 (3.0)	2.8 (3.0)	2.5 (2.8)	2.7 (2.7)	2.8 (2.8)
Real GDP (year-over-year percentage change)	2.9 (3.2)	2.5 (3.1)	2.6 (3.2)	2.4 (2.9)	2.6 (2.8)	2.8 (2.8)
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.8 (1.8)	2.0 (2.0)	2.1 (2.0)	2.2 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.6 (2.7)	1.7 (1.5)	1.5 (1.8)	1.4 (1.6)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI excluding the effect of changes in indirect taxes (year-over-year percentage change)	2.6 (2.7)	2.2 (2.1)	2.0 (2.4)	1.9 (2.2)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
WTI*** (level)	71 (71)	71 (73)	60 (75)	64 (76)	66 (75)	67 (73)

\* Figures in parentheses are from the July Update.

\*\* For half and full years, the number reported is the average of the respective quarter-to-quarter percentage growth at annual rates.

\*\*\* Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 13 October 2006

After the direct effect of the GST cut disappears in mid-2007, total CPI inflation is expected to average close to the 2 per cent target over the remainder of the projection period.

The core rate of inflation is expected to move slightly above 2 per cent through to mid-2007, given the small amount of excess demand currently in the economy and continued momentum in the price of housing. These sources of upward pressure should continue to be partly offset by further downward pressure arising from ongoing decreases in the prices of manufactured goods, although these price decreases are expected to moderate over time. As the economy returns to its production potential and housing pressures ease, core inflation is projected to move back to 2 per cent by the second half of 2007 and remain there.

Increases in labour compensation are expected to average about 4 per cent over the early part of the projection period before easing somewhat. Given the assumed growth of trend labour productivity of 1.5 per cent, the expected year-to-year increase in unit labour costs is projected to be slightly above 2 per cent in the early part of the projection period, declining to 2 per cent by the end of the period.

*Core inflation is expected to move slightly above 2 per cent before returning to 2 per cent in the second half of 2007.*

## Risks to the outlook

*The risks around the projection are judged to be somewhat greater than in July.*

*The main upside risk relates to the momentum in household spending and housing prices.*

*The main downside risk is that the U.S. economy could slow more sharply.*

The Bank's base-case projection continues to be subject to important upside and downside risks. As noted in the press release of 6 September, these risks are judged to be somewhat greater than at the time of the *July Update*.

The main upside risk to the Canadian economy continues to relate to the momentum in household spending and housing prices. This momentum is linked to strong consumer credit growth. By increasing home equity and thus expanding the availability of collateral, the recent strong increases in house prices have contributed to robust growth in consumer credit (Technical Box 3). There is a risk that these linkages could be stronger than assumed or that house prices could continue to grow more rapidly than expected, resulting in higher-than-projected household spending and, hence, greater upward pressures on inflation.

The main downside risk to the Canadian economy relates to the possibility of a sharper slowdown in the housing sector in the United States and a broadening of the weakness in the housing sector to consumption and investment. A larger decline in domestic demand in the United States would lead to decreased demand for Canadian exports and broader weakness in the Canadian economy. This development would lead to lower inflation than in the base-case projection.

Related to these main risks, there are a number of other risks to the base-case projection, two of which are described below.

An upside risk relates to sectoral and regional capacity pressures arising from the price boom in several commodities, which are being most intensely felt in Western Canada (especially in Alberta). These pressures have led to considerable upward momentum in labour costs in that region. There is a risk that prices and wages could increase even more rapidly in Western Canada or that the transmission of inflationary pressures from there to the rest of the country could be stronger.

A downside risk relates to the effects of the projected slowing in U.S. economic growth on the rest of the world, particularly in those emerging economies that are currently experiencing very strong growth. To the extent that business investment in these countries is being undertaken to meet prospective consumer demand in the United States, domestic demand growth in these countries may not be sufficient to offset the projected weaker U.S. demand. A greater-than-expected slowing in the global economy would likely result in weaker commodity prices and a weaker profile for Canadian exports over the projection period, thus putting downward pressure on Canadian inflation.

## Technical Box 3

**Linkages between House Prices, Credit, and Household Spending**

By increasing home equity and thus expanding the availability of collateral, the recent strong increases in house prices have contributed to robust growth in consumer credit. This, in turn, has significantly supported household spending.

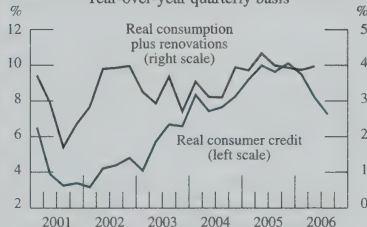
Resale house prices in Canada have been very strong since 2001, growing by an annual average of 4.4 per cent, in real terms, compared with an average of -1.5 per cent over the 1990s.<sup>1</sup> From the beginning of 2005 to the end of June 2006, the cumulative rate of increase in real house prices has been 10.7 per cent on a national basis. This reflects much faster growth in Alberta and British Columbia, together with growth of over 5 per cent in the rest of the country over the same period.

The pickup in consumer credit growth coincided with the strong gains in house prices. Growth is particularly strong for personal lines of credit (PLCs), which are often secured by home equity, averaging about 15 per cent in real terms in 2006. So far in 2006, PLCs have grown faster in Alberta and British Columbia than in the rest of the country. While many factors, such as income and population growth, have contributed to this faster growth in credit, the rapid rise in house prices has been a significant factor.

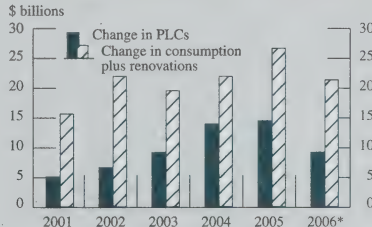
Since 2001, household spending has remained robust as house prices and consumer credit have shown strong increases. While it is difficult to quantify the links from house prices to credit and spending, useful information can be gained by assessing the contribution of PLCs to increased spending, since PLCs are the type of consumer credit most directly linked to house prices.<sup>2</sup> Industry reports and survey data suggest that a significant amount of PLCs are used to finance consumption. This link provides evidence that the recent rise in house prices has contributed to the strong growth in consumer credit and household spending.

So far in 2006, house prices have grown much more than anticipated by market observers, particularly in Alberta and British Columbia. As well, growth in consumer credit and PLCs has remained strong, and Canadian households are generally in good financial health. While strength in household spending related to these factors is built into the base-case scenario, there is a risk that the linkages could be stronger than assumed or that house prices could continue to grow rapidly, particularly in Alberta and British Columbia, resulting in even higher household spending.

**Growth of Real Consumer Credit  
and Real Consumption Plus Renovations**  
Year-over-year quarterly basis



**Annual Changes in Real Personal Lines of Credit (PLCs)  
and Real Consumption Plus Renovations**



\* Annualized changes using available data from 2006H1

1. Data for resale house prices are from Royal LePage and are deflated by the total CPI.

2. Since 2001, the share of PLCs in consumer credit has increased to over 50 per cent. Although some of the PLCs represent a substitution from other types of loans, higher house prices have also contributed to a net increase in total consumer credit. Contributions to spending from mortgage refinancing, which are linked to higher house prices, are not included here because of data limitations.



*Overall, risks are judged to be roughly balanced.*

Overall, the Bank judges that the risks relative to its projection for inflation are roughly balanced.

The correction in global imbalances is unfolding in a benign, albeit slow, manner. However, in the absence of further appropriate policy actions, there remains a possibility of a disorderly resolution of these imbalances. Consequently, the balance of risks for global and Canadian growth is tilted slightly to the downside late in the projection period.

## BIBLIOGRAPHY

- Armour, J. and T. Laflèche. 2006. "Evaluating Measures of Core Inflation." *Bank of Canada Review* (Summer): 19–29.
- Bank of Canada. 1991a. "Targets for reducing inflation: Announcements and background material." *Bank of Canada Review* (March): 3–21.
- \_\_\_\_\_. 1991b. "Targets for reducing inflation: Further operational and measurement considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3–23.
- \_\_\_\_\_. 2001. "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target." Press Release (17 May 2001) and Background Information. Reprinted in *Bank of Canada Review* (Summer): 57–67.
- Canada. Statistics Canada. *Labour Force Information*. Statistics Canada Catalogue No. 71-001-PPB (monthly). Ottawa.
- Consensus Economics Inc. 2006. *Consensus Forecasts*. Various issues.
- Crawford, A. 2001. "Predictability of Average Inflation over Long Time Horizons." *Bank of Canada Review* (Autumn): 13–20.
- Duguay, P. 2006. "Productivity, Terms of Trade, and Economic Adjustment." Remarks to the Canadian Association for Business Economics, 28 August. Available at <[www.bankofcanada.ca/en/speeches/2006/sp06-14.html](http://www.bankofcanada.ca/en/speeches/2006/sp06-14.html)>.
- Macklem, T. 2001. "A New Measure of Core Inflation." *Bank of Canada Review* (Autumn): 3–12.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: 1 877 782-8248; email: [publications@bankofcanada.ca](mailto:publications@bankofcanada.ca)  
website: [www.bankofcanada.ca](http://www.bankofcanada.ca)











## BIBLIOGRAPHIE

- Armour, J. et T. Laflèche (2006). « Évaluation des mesures de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 21-31.
- Banque du Canada (1991a). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada* (mars), p. 3-21.
- \_\_\_\_\_. (1991b). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada* (septembre), p. 3-23.
- \_\_\_\_\_. (2001). « Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation », communiqué du 17 mai 2001 et documents d'information reproduits dans la *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 67-79.
- Canada. Statistique Canada. *Information population active*, publication mensuelle n° 71-001-PPB au catalogue de Statistique Canada, Ottawa.
- Consensus Economics Inc. (2006). *Consensus Forecasts* (divers numéros). Crawford, A. (2001). « La prévisibilité du taux moyen d'inflation en longue période », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 15-22.
- Duguay, P. (2006). « Productivité, termes de l'échange et ajustement économique », discours prononcé devant l'Association canadienne de science économique des affaires, 28 août. Document accessible à l'adresse [www.banqueducanada.ca/fr/discours/2006/sp06-14f.html](http://www.banqueducanada.ca/fr/discours/2006/sp06-14f.html).
- Macklem, T. (2001). « Une nouvelle mesure de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-14.

Le Rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du Rapport au complet, du Sommaire ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : 1 877 782-8248

Adresse électronique : [publications@banqueducanada.ca](mailto:publications@banqueducanada.ca)  
Site Web : [www.banqueducanada.ca](http://www.banqueducanada.ca)

mesure où les investissements des entreprises, au sein de ces économies, sont destinés à satisfaire la demande potentielle des consommateurs américains, la progression de la demande intérieure dans ces pays pourrait ne pas suffire à compenser la baisse de régime attendue de l'économie américaine. Un ralentissement prononcé qu'escompte de l'activité à l'échelle mondiale entraînerait vraisemblablement une réduction des prix des produits de base et une détérioration des perspectives concernant les exportations canadiennes au cours de la période projetée, ce qui exercerait une pression à la baisse sur le taux d'inflation au pays.

Dans l'ensemble, la Banque considère que les risques entourant sa projection liée à l'inflation sont relativement équilibrés. La correction des déséquilibres mondiaux s'opère sans heurts, quoique lentement. Toutefois, en l'absence de nouvelles mesures de politique appropriées, il subsiste une possibilité que cet ajustement devienne désordonné. Pour cette raison, la résultante des risques associés à la croissance des économies mondiale et canadienne s'inscrit légèrement en baisse vers la fin de la période de projection.

*Dans l'ensemble, on estime que les risques sont relativement équilibrés.*

## Note technique 3

## Les liens entre les prix des maisons, le crédit et les dépenses des ménages

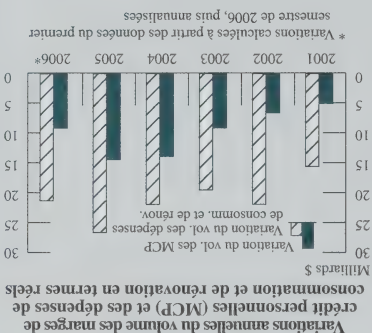
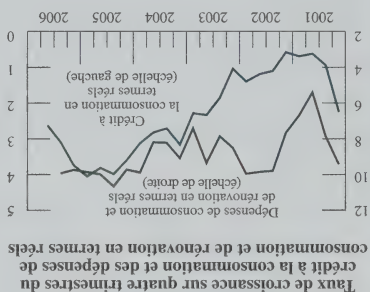
En accroissant la valeur nette des propriétés et, donc, la disponibilité des garanties, les fortes augmentations qu'ont connues récemment les prix des maisons ont soutenu l'expansion robuste du crédit à la consommation. Celle-ci a, à son tour, stimulé les dépenses des ménages.

Les prix de vente des maisons au Canada ont progressé vigoureusement depuis 2001, soit de 4,4 % par an en moyenne en termes réels, alors qu'ils avaient accusé une baisse moyenne de 1,5 % l'an durant la décennie 1990<sup>1</sup>. Du début de 2005 à la fin de juin 2006, les prix réels des maisons se sont accrus au total de 10,7 % à l'échelle nationale, leur taux d'augmentation à été encore plus élevé en Colombie-Britannique, alors qu'il a dépassé les 5 % dans le

reste du pays durant la même période. La vive montée du crédit à la consommation a coïncidé avec le net renchérissement des maisons. La croissance a été particulièrement élevée dans le cas des marges de crédit personnelles, souvenant garanties par l'avoir propre foncier et dont les montants ont crû d'environ 15 % en termes réels en 2006. C'est en Alberta et en Colombie-Britannique que le volume de ces marges a augmenté le plus depuis le début de l'année. Si de nombreux facteurs, notamment la croissance des revenus et de la population, ont concouru à l'accélération de la hausse du crédit, l'un des plus importants semble bien être l'ascension rapide des prix des maisons.

Depuis 2001, les dépenses des ménages sont restées robustes dans un contexte marqué par une forte progression des prix des maisons et du crédit à la consommation. Bien qu'il soit difficile de mesurer quelle part de l'expansion du crédit et des dépenses tient à l'évolution des prix des maisons, il est utile d'évaluer le rôle des marges de crédit dans la hausse des dépenses. Les analyses sectorielles et les données d'enquête indiquent qu'une part appréciable des fonds empruntés sert à financer la consommation. Cela donne à penser que le récent renchérissement des maisons a contribué à l'expansion rapide du crédit à la consommation et des dépenses des ménages.

Depuis le début de l'année, les prix des maisons ont augmenté beaucoup plus que ne l'avaient prévu les observateurs du marché, surtout en Alberta et en Colombie-Britannique. Par ailleurs, la croissance du crédit à la consommation et des marges de crédit est demeurée forte, et la plupart des ménages affichent une bonne santé financière. Même si le scénario de référence tient compte des liens qui relient la vigueur des dépenses des ménages à ces facteurs, il est possible que ces liens soient plus étroits qu'on ne le présume ou que la valeur des maisons continue à grimper, spécialement en Alberta et en Colombie-Britannique, ce qui pourrait donner lieu à de nouvelles hausses des dépenses des ménages.



1. Les données sur les prix de vente des maisons proviennent de Royal LePage et ont été corrigées à l'aide de l'IRC global.
2. Depuis 2001, la part que représentent les marges de crédit dans le crédit à la consommation est passée à plus de 50 %. Si cet essor a pu se faire en partie aux dépens des autres formes de prêt, il convient de souligner cependant que le renchérissement des maisons a favorisé une nette augmentation du crédit à la consommation. La part de la hausse des dépenses qui est attribuable au refinancement hypothécaire, et liée à la montée des prix des maisons, n'a pas été prise en compte, faute de données suffisantes.

## Les risques pesant sur les perspectives

Des risques importants, tant à la hausse qu'à la baisse, continuent d'entourer le scénario de référence de la Banque. Comme elle le mentionnait dans son communiqué du 6 septembre, la Banque est d'avis que ces risques se sont accentués quelque peu depuis la publication de la *Mise à jour* de juillet.

Le principal risque à la hausse touchant l'économie canadienne demeure lié au dynamisme des dépenses des ménages et des prix des logements. Ce dynamisme est associé au vif essor du crédit à la consommation. En accroissant la valeur nette des propriétés et, donc, la disponibilité des garanties, les fortes augmentations qu'ont connues récemment les prix des maisons ont soutenu l'expansion robuste du crédit à la consommation (Note technique 3). Il est possible que ces liens soient plus forts qu'on ne le présume ou que la valeur des maisons continue à grimper plus rapidement qu'on ne l'avait prévu, ce qui pourrait donner lieu à des majorations plus substantielles qu'escompté des dépenses des ménages et, de ce fait, à des pressions à la hausse plus intenses sur l'inflation.

Le plus important risque à la baisse pour l'économie canadienne tient à la possibilité que l'activité ralentisse plus que ce à quoi on s'attendait dans le secteur du logement aux États-Unis, et que la faiblesse de ce secteur ne se répercute sur la consommation intérieure américaine. Un essoufflement plus grand de la demande d'exportations canadiennes, ce qui affaiblirait l'économie du Canada dans son ensemble. En pareilles circonstances, l'inflation serait moins élevée que celle envisagée dans le scénario de référence.

Ce scénario est entaché d'incertitudes additionnelles rattachées à des risques principaux, notamment les deux suivantes.

Un risque à la hausse concerne les pressions exercées sur l'appareil de production à l'échelle sectorielle et régionale, qui découleraient de l'explosion des prix de plusieurs produits de base. Ces pressions, dont les effets se font surtout sentir dans l'Ouest du pays (spécialement en Alberta), ont fortement poussé à la hausse les coûts de main-d'œuvre dans cette région. Il existe un risque que les prix et les salaires connaissent des augmentations encore plus rapides dans l'Ouest ou que les pressions inflationnistes observées dans les provinces visées se transmettent avec plus d'intensité au reste du pays.

Un risque à la baisse est lié aux effets qu'aura le ralentissement anticipé de la croissance de l'économie américaine sur le reste du monde, en particulier dans les pays à marché émergent qui enregistrent actuellement une très vive expansion. Dans la

*Les risques entourant la projection se sont accentués quelque peu depuis juillet.*

*Le principal risque à la hausse est lié au dynamisme des dépenses des ménages et des prix des logements.*

*Le plus important risque à la baisse tient à la possibilité que l'économie américaine ralentisse plus fortement que prévu.*



Les perspectives concernant le taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global sont fortement influencées par la diminution de la TPS, qui est passée de 7 à 6 % le 1<sup>er</sup> juillet 2006, et par le comportement des marchés du pétrole brut, de l'essence et du gaz naturel (Graphique 16). Les indicateurs disponibles donnent à penser que l'inflation mesurée par l'IPC global est descendue au-dessous de 1 % en septembre 2006, en raison, d'une part, du récent repli des prix du pétrole brut et de l'essence et, d'autre part, de l'annulation des effets temporaires de l'escalade des cours de l'énergie qui avait fait suite au passage d'ouragans en septembre 2005. Le scénario de référence de la Banque suppose que l'évolution des prix du pétrole brut et du gaz naturel suivra celle des contrats à terme, dont les cours sont actuellement inférieurs à ceux présents dans la *Mise à jour* de juillet. Par conséquent, on s'attend maintenant à ce que le taux d'accroissement de l'IPC global avoisine en moyenne 1,5 % entre le dernier trimestre de 2006 et le deuxième trimestre de 2007, soit un niveau un peu moins élevé qu'on ne l'entrevoit en juillet (Tableau 3). Après que l'incidence directe de la réduction de la TPS se sera dissipée au milieu de 2007, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait s'établir, en moyenne, près de la cible de 2 % et y demeurer pendant le reste de la période de projection.

Pour sa part, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait dépasser quelque peu la cible de 2 % jusqu'au milieu de 2007, compte tenu de la demande légèrement excédentaire que l'économie affiche actuellement et de la vigueur persistante des prix des logements. Ces sources de pression à la hausse devraient être encore en partie contrebalancées par de nouvelles pressions à la baisse dues au recul continu des prix des biens manufacturés, quoique celui-ci devrait se modérer au fil du temps. On prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence sera redescendue à 2 % au second semestre de 2007 et qu'elle se maintiendra à ce niveau, à mesure que l'économie retournera à son plein potentiel et que les pressions exercées par les prix des logements s'atténueront. Le rythme d'augmentation de la rémunération du travail devrait s'établir à environ 4 % en moyenne au début de l'horizon projeté, avant de diminuer un peu. En prenant pour hypothèse une hausse tendancielle de la productivité du travail de 1,5 %, la Banque s'attend à ce que le taux d'accroissement sur douze mois des coûts unitaires de main-d'œuvre dépasse légèrement les 2 % au début de la période considérée, puis revienne à 2 % d'ici la fin de celle-ci.

On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global se chiffre à 2 % en moyenne à partir du milieu de 2007.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait dépasser légèrement la cible de 2 % puis revenir à celle-ci au second semestre de 2007.



Tableau 2 Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel*			
	2006	2007	2008
Consommation	2,2 (2,0)	1,8 (1,8)	1,7 (1,6)
Logement	0,2 (0,2)	-0,1 (-0,1)	-0,1 (-0,1)
Administrations publiques	0,8 (0,8)	0,8 (0,8)	0,7 (0,7)
Investissements fixes des entreprises	1,0 (1,0)	0,7 (0,9)	0,5 (0,6)
Total partiel : demande intérieure finale	4,2 (4,0)	3,2 (3,4)	2,8 (2,8)
Exportations	0,6 (1,1)	0,7 (1,2)	1,1 (1,2)
Importations	-1,9 (-2,0)	-1,4 (-1,7)	-1,1 (-1,2)
Total partiel : exportations nettes	-1,3 (-0,9)	-0,7 (-0,5)	0 (0)
Stocks	-0,1 (0,1)	0 (0)	0 (0)
PIB	2,8 (3,2)	2,5 (2,9)	2,8 (2,8)

\* Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la Mise à jour de juillet.

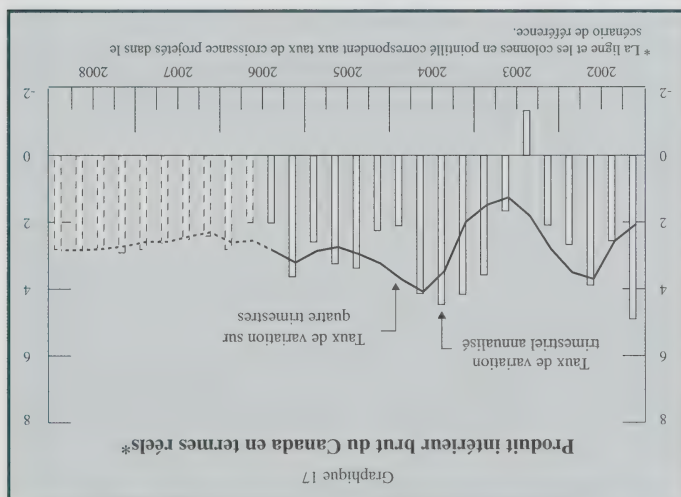
## Les perspectives en matière d'inflation

La plupart des mesures des attentes relatives à l'inflation que la Banque surveille sont demeurées très stables depuis la publication du *Rapport d'avril*, et les principaux indicateurs du taux anticipé à moyen et à long terme continuent d'avoisiner 2 %. D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet automne, 78 % des firmes sondées estiment que l'inflation mesurée par l'IPC global se maintiendra à l'intérieur d'une fourchette de 1 à 3 %, en moyenne, durant les deux prochaines années. Ce chiffre est quasiment le même que celui obtenu lors des trois enquêtes précédentes. En outre, le taux d'accroissement moyen de l'IPC global projeté par les prévisionnistes du secteur privé pour 2007 s'inscrit juste en dessous de 2 %, et les taux prévus à long terme restent très proches de 2 %.

La croissance de l'agrégat monétaire au sens large M2+ s'est accélérée pour s'établir à environ 7 % (Graphique 18); ce rythme, s'il se poursuivait, cadrerait avec le maintien de l'inflation mesurée par l'indice de référence aux alentours de 2 % au cours de la prochaine année.

La plupart des mesures  
des attentes relatives à  
l'inflation sont demeurées  
stables ces six derniers  
mois.

Graphique 17



en raison de deux principaux facteurs. Premièrement, la détérioration des perspectives concernant l'économie américaine a entraîné une révision à la baisse des projections relatives aux exportations nettes et, dans une moindre mesure, des investissements. Deuxièmement, comme les chiffres de la tendance récente de la production du travail ont été plus faibles qu'espéré (ainsi qu'on l'indique à la section 2 du présent rapport), le taux de croissance de la capacité de production prévu pour la période de 2006 à 2008 a été revu à la baisse et s'établit maintenant à 2,8 %.

Ce profil de croissance du PIB tend à indiquer que l'économie affichera encore une demande légèrement excédentaire à court terme, avant de retourner au niveau de la production potentielle au second semestre de 2007. L'économie continuerait ensuite de tourner près de son plein potentiel jusqu'à la fin de 2008. Dans ce scénario de référence, ce sont la décélération à court terme et le redressement ultérieur de l'activité aux États-Unis qui, conjugués aux effets retardés des mouvements passés des taux d'intérêt et du taux de change, rétablissent et maintiennent l'équilibre entre l'offre et la demande globales au Canada. Dans cette projection, le taux directeur actuel se trouve donc à un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation de 2 %.

## La demande et l'offre globales au Canada

Au Canada, la progression de la demande intérieure finale devrait contribuer encore de façon importante à la croissance économique au second semestre de 2006 ainsi qu'en 2007 et en 2008. Les dépenses de consommation devraient progresser à un rythme robuste pendant la période considérée, à la faveur de nouvelles gains au chapitre du revenu réel disponible et de l'augmentation de l'avoir net des ménages. Les investissements dans le secteur du logement devraient reculer quelque peu en 2007 et 2008, après avoir grimpé encore sensiblement en 2006.

On estime que les investissements des entreprises s'accroîtront vigoureusement. Les facteurs qui laissent entrevoir une expansion robuste de l'activité sont notamment les contraintes de capacité actuelles, la poursuite attendue de la croissance de l'économie mondiale, des signes indiquant que les cours de l'énergie et des métaux demeureront relativement élevés pendant un certain temps, le maintien de conditions financières favorables, la forte rentabilité globale des entreprises, la très grande solidité des bilans, ainsi que les diminutions supplémentaires des prix des machines et du matériel importés.

Le scénario de référence suppose que les budgets des administrations publiques seront équilibrés durant la période de projection. Le rythme d'augmentation des recettes devrait maintenir le pas, ce qui cadre avec le tassement de la croissance du PIB nominal. Les excédents importants qui ont été observés récemment donneraient à penser que la hausse prévue des dépenses de tous les ordres de gouvernement sera supérieure à celle de leurs recettes pendant quelque temps.

Compte tenu du ralentissement anticipé de la progression de la demande intérieure aux États-Unis en 2007 et des effets retardés de l'appréciation passée du dollar canadien, on estime que l'expansion des exportations sera faible au cours de la période considérée. Parallèlement, les augmentations substantielles continues des investissements en machines et en matériel, conjuguées aux répercussions soutenues de la montée passée du dollar canadien, devraient contribuer à dynamiser les importations. Par conséquent, on s'attend à ce que les exportations nettes brident considérablement la croissance globale en 2006 et 2007, bien que cet effet devrait s'atténuer à l'horizon projeté.

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que le taux d'expansion annuel moyen de l'économie se situera à 2,8 % en 2006, à 2,5 % en 2007 et à 2,8 % en 2008 (Tableau 2 et Graphique 17). Les perspectives pour 2006 et 2007 sont moins favorables que celles présentées dans la *Mise à jour* de juillet, et ce, en 2006, de 2,8 % en 2007 et de 2,8 % en 2008.

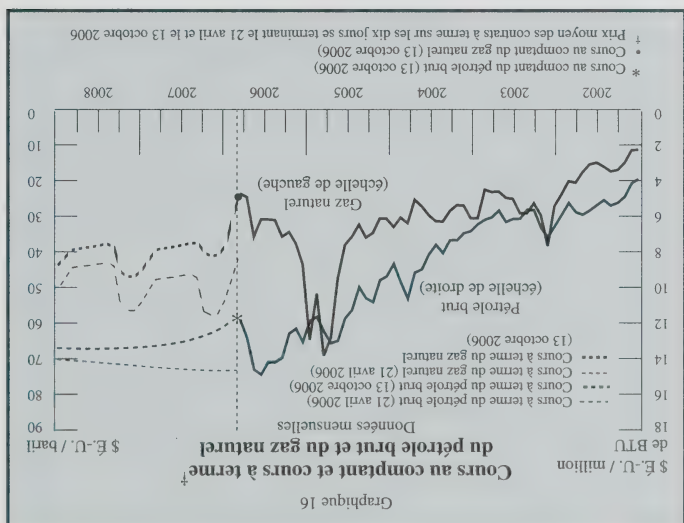
*La progression de la demande intérieure finale devrait soutenir l'expansion économique au Canada.*

*Les exportations nettes devraient brider la croissance jusqu'à la fin de 2007.*



Les prix des métaux communs devraient demeurer relativement élevés.

L'indice des prix des produits de base non énergétiques devrait se replier, pendant la période considérée, par rapport aux hauts niveaux observés au troisième trimestre de 2006. Ce recul projeté tient en partie au fait que les cours des métaux descendentront vraisemblablement à mesure que s'accroîtront les capacités mondiales de production. Il est probable que les prix du bois d'œuvre resteront faibles, compte tenu de l'atonie de l'activité sur le marché du logement aux États-Unis. Mais comme la demande de matières premières devrait demeurer relativement vigoureuse à la faveur de l'expansion robuste de l'économie mondiale, on s'attend à ce que, dans l'ensemble, les cours des produits de base non énergétiques restent élevés en regard des niveaux enregistrés dans le passé.



d'un excès d'offre aux États-Unis devrait faire diminuer progressivement l'inflation tendancielle.

On s'attend à ce que le rythme d'expansion de la demande intérieure continue de ralentir l'an prochain aux États-Unis, en raison principalement d'un recul des dépenses des ménages en biens sensibles aux variations des taux d'intérêt, tels les logements, les véhicules automobiles et d'autres biens durables. Parallèlement, le faible coût du financement des entreprises et la forte progression des profits de ces dernières devraient soutenir encore l'investissement. Le raffermissement projeté de la croissance du PIB en 2008 est imputable essentiellement à deux facteurs. Premièrement, les secteurs du logement et de l'automobile devraient cesser de freiner la croissance. Deuxièmement, à la suite d'une nouvelle dépréciation d'environ 7 % du billet vert en termes effectifs réels au cours de la période de projection et d'une hausse des investissements dans le monde qui fera augmenter la demande de biens d'équipement fabriqués aux États-Unis, la croissance des exportations américaines devrait s'accélérer, et favoriser ainsi la réduction graduelle du déficit de la balance courante de ce pays.

Plus généralement, comme la demande intérieure devrait progresser plus lentement aux États-Unis mais plus rapidement dans le reste du monde, on s'attend à ce que la demande soit mieux équilibrée à l'échelle du globe. Selon le scénario de référence, ce déplacement de la croissance de la demande sera facilité par la dépréciation que le taux de change effectif réel du dollar américain devrait connaître face surtout aux monnaies des économies émergentes d'Asie, du Japon et de certains pays exportateurs de pétrole qui n'avaient pas enregistré de forte appréciation entre 2002 et 2004. Une telle évolution cadre avec une résorption ordonnée des déséquilibres mondiaux.

Les cours à terme du pétrole brut et du gaz naturel à l'horizon de projection sont inférieurs à ceux envisagés dans la *Mise à jour* de juillet (Graphique 16). Dans le cas du pétrole brut, cela implique que le prix du baril passerait de son niveau actuel d'un peu moins de 60 dollars E.-U. à 65 dollars E.-U. d'ici le milieu de 2007, puis monterait graduellement pour atteindre 67 dollars E.-U. en 2008.

*L'expansion devrait se raffermir aux États-Unis en 2008.*

*Des signes témoignent d'un déplacement de la demande mondiale.*

*Les cours à terme des produits énergétiques sont nettement inférieurs à ce qu'ils étaient en juillet.*

Tableau 1 Projection relative à la croissance mondiale				
Part du PIB mondial réel <sup>a</sup> (en pourcentage)	Croissance projetée (en pourcentage) et contribution, en points de pourcentage, à la croissance économique <sup>b</sup>	Projection		
		2005	2006	2007
		2008		
Etats-Unis	20	3,2 [0,64]	3,3 [0,66]	2,6 [0,52]
Union européenne	19	1,6 [0,29]	2,5 [0,46]	2,0 [0,37]
Japon	6	2,6 [0,17]	2,7 [0,17]	2,0 [0,13]
Chine et ENP <sup>c</sup> d'Asie	19	9,2 [1,72]	9,5 [1,77]	8,6 [1,61]
Autres pays	36	5,7 [2,06]	5,7 [2,07]	5,7 [2,06]
Ensemble du monde	100	4,9	5,1	4,7
				4,5

a. La part de chaque pays est calculée d'après les PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2005. Source : FMI, base de données des Perspectives de l'économie mondiale, avril 2006

b. Les chiffres entre crochets représentent la contribution de chaque région, en points de pourcentage, au taux de croissance de l'économie mondiale.

c. Les ENP, ou économies nouvellement industrialisées, comprennent la région administrative spéciale de Hong Kong, la Corée du Sud, la Province chinoise de Taïwan et Singapour.

Source : Banque du Canada

Le ralentissement de la croissance à court terme aux États-Unis...

... devrait réduire les pressions inflationnistes dans ce pays.

Aux États-Unis, le PIB réel devrait progresser de 3,3 % en 2006, soit un peu moins rapidement qu'on ne l'avait anticipé dans la Mise à jour de juillet. Ces derniers mois, l'activité a décéléré de façon marquée dans le secteur du logement, et le secteur de l'automobile a donné des signes de faiblesse. Le ralentissement observé au deuxième trimestre devrait se poursuivre jusqu'à la fin de 2006, et le taux d'augmentation du PIB se situera probablement dans une fourchette de 2 à 2 1/2 % en rythme annuel, soit en deçà du taux d'accroissement de la production potentielle, actuellement estimé à environ 3 %.

Selon le scénario de référence, le taux de croissance du PIB réel des États-Unis restera inférieur à celui de la production potentielle en 2007, puis le dépassera tout au long de 2008. Ce scénario implique qu'une offre légèrement excédentaire s'accumulera dans ce pays, avant d'être graduellement absorbée en 2008. La présence des révisions apportées aux données relatives à l'économie américaine pour la période allant du premier trimestre de 2003 au premier trimestre de 2006 indique que la croissance du PIB réel, durant cet intervalle, a été inférieure aux chiffres avancés précédemment. Comme les révisions à la baisse résultent pour une bonne part de la progression moins rapide des investissements, notre scénario de référence table maintenant sur un degré moindre d'intensification du capital, et donc sur un taux d'augmentation du potentiel de production aux États-Unis plus faible qu'on ne l'avait estimé antérieurement.

#### 4. LES PERSPECTIVES

La présente section fait d'abord état du scénario de référence de la Banque concernant l'économie mondiale pour la période se terminant à la fin de 2008, puis expose le scénario correspondant pour le Canada. Les projections supposent que les déséquilibres mondiaux se résorberont de manière lente et ordonnée, à la faveur de politiques propres à favoriser un rééquilibrage de la demande à l'échelle internationale et d'une dépréciation graduelle du dollar américain en termes effectifs réels. On fait également l'hypothèse que l'évolution des prix de l'énergie sera conforme aux cours actuels des contrats à terme et que le taux de change du dollar canadien se maintiendra à l'intérieur de la fourchette de 87,5 à 90,5 cents E.-U. observée récemment. La section se termine par une analyse des risques pesant sur le scénario de référence.

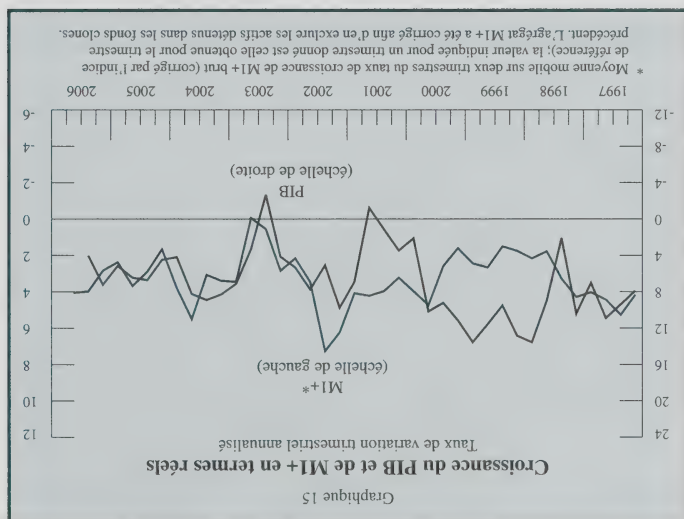
#### La conjoncture internationale

La croissance robuste de l'économie mondiale, qui se poursuit depuis quatre ans, ne devrait s'affaiblir que légèrement au cours de l'activité économique à été particulièrement vive dans les pays de l'activité économique à marché émergent; nombre de ceux-ci ont profité des hausses antérieures de leurs recettes d'exportation, attribuables aux cours élevés des produits de base, et bénéficient de l'essor continu de la demande intérieure. La croissance de l'économie américaine, l'un des moteurs de la demande mondiale depuis quelques années, s'est modérée. Le ralentissement graduel de l'économie mondiale entrevu tout au long de la période de projection est lié à l'accroissement des contraintes de capacité et au resserrement de la politique monétaire que les grands pays industriels ont opérée. Les pays d'Asie (à l'exclusion du Japon) enregistrent toujours une solide expansion, et le dynamisme de l'activité en Chine continue de dopper les taux de croissance à l'échelle régionale. Les perspectives concernant la hausse du PIB réel en Chine et dans les pays à marché émergent d'Asie restent très favorables, et seul un léger ralentissement est à prévoir au cours des deux prochaines années. Au Japon, le vif essor des investissements et, dans une moindre mesure, des dépenses de consommation devrait soutenir l'activité économique durant les prochaines années, au cours de ce qui s'annonce comme une période prolongée d'assainissement des finances publiques. Dans les pays de la zone euro, la croissance de la production se poursuit, mais son rythme sera limité par le faible taux d'expansion des capacités de production.

*L'économie mondiale continue de croître à un rythme vigoureux... On s'attend, dans l'ensemble, à ce que le PIB mondial réel progresse vigoureusement, soit de 5,1 % en 2006, de 4,7 % en 2007 et de 4,5 % en 2008 (Tableau 1). L'expansion de l'activité économique a été particulièrement vive dans les pays à marché émergent; nombre de ceux-ci ont profité des hausses antérieures de leurs recettes d'exportation, attribuables aux cours élevés des produits de base, et bénéficient de l'essor continu de la demande intérieure. La croissance de l'économie américaine, l'un des moteurs de la demande mondiale depuis quelques années, s'est modérée. Le ralentissement graduel de l'économie mondiale entrevu tout au long de la période de projection est lié à l'accroissement des contraintes de capacité et au resserrement de la politique monétaire que les grands pays industriels ont opérée.*

*Les pays d'Asie (à l'exclusion du Japon) enregistrent toujours une solide expansion, et le dynamisme de l'activité en Chine continue de dépasser encore les attentes en Chine.*

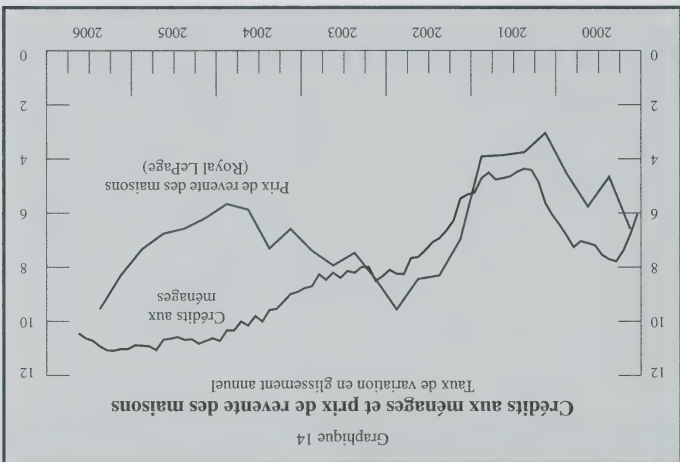
*L'expansion du PIB des États-Unis... mais la croissance s'est modérée aux*





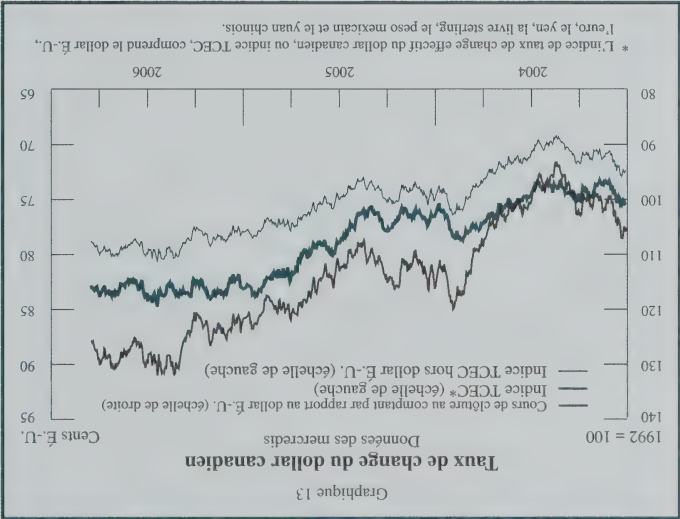
des entreprises, ces dernières devraient pouvoir encore obtenir facilement le financement dont elles ont besoin pour maintenir d'importants investissements.

Les conditions financières continuent également de soutenir la vigueur des dépenses des ménages. L'augmentation des prix des maisons et des prêts personnels se situe toujours bien au-dessus des moyennes observées par le passé (Graphique 14). Les ménages peuvent ainsi financer leurs dépenses de consommation au moyen de prêts garantis par la valeur nette de leur propriété. Ce phénomène est plus prononcé dans l'Ouest du Canada, où les prix des maisons ont grimpé considérablement ces deux dernières années. Malgré la croissance rapide du crédit, le service de la dette des ménages est encore modeste, puisque les taux des prêts hypothécaires et des prêts à la consommation restent à des niveaux historiquement bas<sup>8</sup>. Pareilles conditions continuent de laisser présager une progression robuste des dépenses des ménages.



Depuis la parution du *Rapport* d'avril, l'expansion de l'agrégat monétaire au sens étroit ( $M1+$ ) est demeurée stable, stimulée par la vigueur soutenue des dépôts autres que ceux des particuliers découlant de l'accroissement des encaissements des entreprises. Ce profil d'expansion donne à penser que la production croîtra à court terme à un rythme légèrement inférieur à celui de la capacité de production (Graphique 15).

8. La Banque a commencé à examiner la distribution des ratios du service de la dette des ménages. Sur le plan macroéconomique, cette distribution ne s'est guère modifiée depuis six ans. Tout particulièrement, la proportion des ménages dont le service de la dette est élevé n'a pas augmenté de façon importante. Un article de la livraison de décembre 2006 de la *Revue du système financier* abordera ce sujet sous l'angle de la stabilité financière.



## Les conditions du crédit et d'autres aspects de l'évolution financière

Les sociétés non financières bénéficiaient encore de très bonnes conditions d'accès au crédit, celui-ci étant offert à un coût comparable à celui observé au moment de la parution du *Rapport d'avril*, voire plus favorable dans le cas du financement par émission de titres. Même si les liquidités élevées des entreprises atténuent les besoins de financement de ces dernières, le crédit qui leur est consenti continue de progresser à un rythme supérieur à la moyenne historique, en raison d'une hausse marquée de leurs dépenses d'investissement.

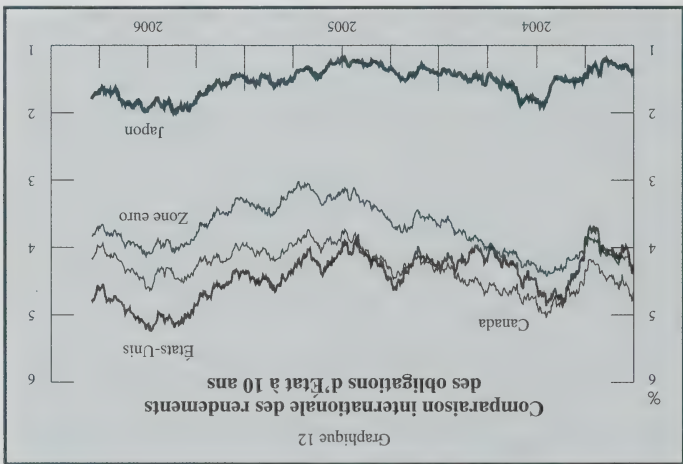
Ces conditions de crédit avantageuses sont alimentées par les bénéfices supérieurs à la moyenne et les bilans généralement solides des entreprises non financières. Au chapitre de la rentabilité toute-fois, les écarts se creusent entre les divers secteurs, les industries d'exploitation des ressources naturelles et celles tournées vers les marchés intérieurs affichant de meilleurs résultats que les secteurs non axés sur les matières premières, tributaires du commerce extérieur. Les institutions financières sont toujours en bonne posture pour prêter, grâce à leur forte rentabilité, à leur bonne santé financière et au faible niveau de prêts douteux. De plus, les marchés financiers continuent de manifester un vif intérêt pour les titres émis par les sociétés canadiennes. Comme les perspectives économiques du pays sont de bon augure pour la rentabilité du secteur

Les conditions du crédit  
aux entreprises sont  
encore très favorables...

... en raison des bilans  
solides des entreprises  
financières et non  
financières.

de croissance de l'économie américaine. Une telle évolution a contribué à faire baisser les rendements des obligations d'État à long terme des grands pays industrialisés depuis le milieu de l'année (Graphique 12).

Les rendements des obligations d'États à long terme ont baissé.



Les marchés des changes ont été relativement stables depuis la publication de la *Mise à jour* de juillet, de nombreuses devises s'échangeant dans des fourchettes plutôt étroites. Durant cette période, le cours du dollar canadien a évolué en général entre 87,5 et 90,5 cents E.-U., alors que la fourchette observée durant la période de mai à la mi-juillet, sur laquelle se fondait la projection présentée dans la *Mise à jour*, allait de 88,5 à 91,5 cents E.-U. L'incidence du recul des prix de l'énergie sur le dollar canadien depuis juillet semble avoir été compensée en partie par une augmentation des flux de devises dans la foulée des fusions et acquisitions transfrontières touchant des entreprises au Canada. Depuis la fin de 2005, le huard a également varié dans une fourchette plutôt stable par rapport aux devises des autres grands partenaires commerciaux du Canada (Graphique 13 et Note technique 2).

Le dollar canadien a évolué dans une fourchette un peu moins élevée que celle postulée dans la *Mise à jour* de juillet.

Note technique 2

Le nouvel indice de taux de change du dollar canadien<sup>1</sup>

La Banque du Canada a créé un nouvel indice de taux de change effectif du dollar canadien pour remplacer l'indice C-6 qu'elle utilisait jusqu'ici. Le nouvel indice reflète mieux le profil du commerce extérieur du Canada, notamment l'importance accrue de la Chine et du Mexique.

L'indice de taux de change effectif du dollar canadien, ou indice TCFC, possède un atout majeur : ses pondérations sont établies sur la base du commerce multilatéral, alors que celles de l'indice C-6 l'étaient sur la base des échanges bilatéraux. Les pondérations de type multilatéral permettent de bien cerner les effets de la concurrence qui s'exerce sur les marchés tiers ; jumeles à l'information tirée des chiffres du commerce bilatéral, elles donnent une meilleure idée du poids d'un pays donné dans les échanges extérieurs du Canada. Les pondérations ayant trait aux exportations vers les pays tiers rendent compte de la concurrence que se livrent deux pays (le pays de référence et le pays étranger) sur tous les autres marchés. Elles sont calculées en multipliant la part du pays étranger dans l'offre totale sur chacun des marchés tiers par l'importance relative de ce marché dans les exportations du pays de référence.

L'indice TCFC repose aussi sur une mesure plus large des échanges, laquelle englobe les services, et il ne se limite pas aux pays industrialisés. Par ailleurs, la Banque a profité de l'adoption du nouvel indice pour fonder les pondérations sur des données plus récentes. Il a été décidé d'inclure dans le nouvel indice les monnaies des pays ayant une pondération d'au moins 2 % d'après les chiffres du commerce international au cours de la période de 1999 à 2001. Outre la zone euro, 5 des 184 pays examinés satisfont à ce critère. Ces six entités comptent pour 86 % du commerce extérieur du Canada selon les données couvrant la période 1999-2001. Les pondérations des monnaies comprises dans l'indice TCFC sont présentées au tableau ci-dessous.

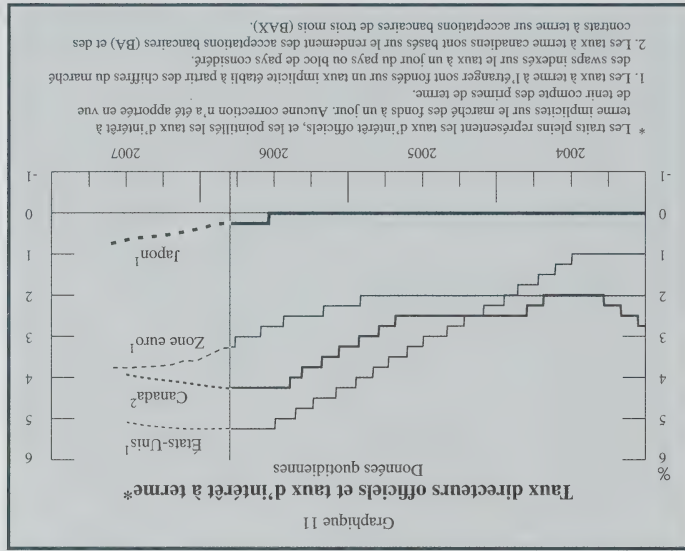
Pondérations des monnaies dans l'indice TCFC et l'indice C-6			
Monnaie	Pondérations de l'indice TCFC pour la période écoulee depuis 1996 (d'après les chiffres du commerce multilatéral pour 1999-2001)	Pondérations de l'indice TCFC pour la période antérieure à 1996 (d'après les chiffres du commerce multilatéral pour 1989-1991)	Pondérations de l'indice C-6 (d'après les chiffres bilatéraux pour 1994-1996)
Dollar E.-U.	0,7618	0,5886	0,8584
Euro	0,0931	0,1943	0,0594
Yen japonais	0,0527	0,1279	0,0527
Yuan chinois	0,0329	—	—
Peso mexicain	0,0324	0,0217	—
Livre sterling	0,0271	0,0368	0,0217
Won sud-coréen	—	0,0307	—
Française	—	—	0,0043
Couronne suédoise	—	—	0,0035

1. Un article décrivant plus en détail le nouvel indice vient d'être publié dans le site Web de la Banque du Canada, à l'adresse [www.banqueducanada.ca/fr/taux/cert-f.html](http://www.banqueducanada.ca/fr/taux/cert-f.html). Il sera aussi reproduit dans la livraison d'automne de l'indice C-6 à l'adresse [www.banqueducanada.ca/fr/taux/mci2-f.html](http://www.banqueducanada.ca/fr/taux/mci2-f.html). L'indice C-6 cessera d'être utilisé à la fin de 2006.

### 3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

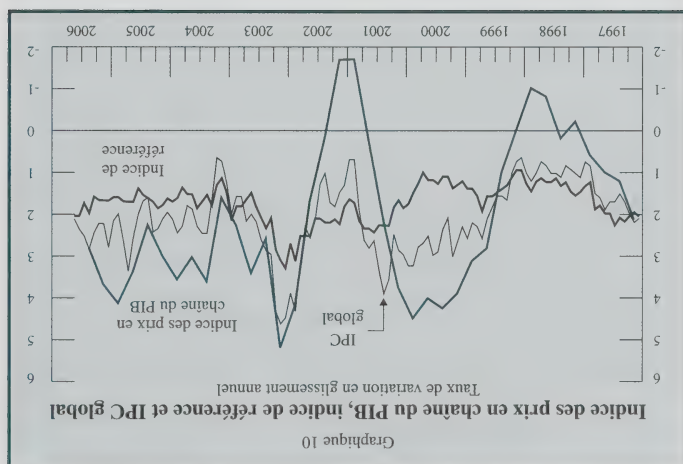
#### Les taux d'intérêt et les taux de change

Depuis la parution de la *Mise à jour* de juillet, la montée des taux directeurs s'est poursuivie dans un certain nombre de pays industrialisés à l'extérieur du continent nord-américain. Les banques centrales de l'Union européenne, de l'Angleterre et de l'Australie ont haussé leurs taux directeurs respectifs, et les marchés financiers prévoient de nouveaux resserelements de la politique monétaire en 2006 et au début de 2007 (Graphique 11). Maintenant que le rythme de croissance de l'économie japonaise semble soutenable, la Banque du Japon a aussi relevé son taux, mettant ainsi fin à sa « politique de maintien à zéro des taux d'intérêt ». Pour leur part, le Canada et les États-Unis ont récemment laissé leurs taux directeurs inchangés, après les avoir majorés plusieurs fois de suite. Les taux d'intérêt à court terme reflètent les attentes selon lesquelles les taux directeurs dans ces deux pays demeureront à leur niveau actuel pour le reste de 2006, mais reculeront quelque peu en 2007.



Même si les craintes d'une intensification de l'inflation étaient plus vives sur les marchés au moment de la publication de la *Mise à jour*, les attentes d'inflation dans les grands pays industrialisés se sont modérées depuis, ce qui est attribuable en partie au repli récent des cours de l'énergie et à l'assombrissement des perspectives

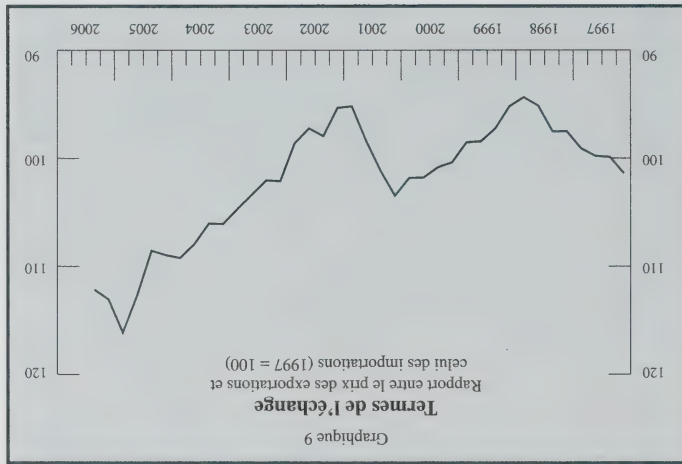
La montée des taux directs  
aux États-Unis, ces taux  
sont restés inchangés  
récemment.  
... alors qu'au Canada et  
nord-américain...  
l'extérieur du continent  
les pays industrialisés à





Par conséquent, la progression du PIB nominal en glissement annuel s'est ralentie au cours de cette période, mais elle s'est quand même chiffrée à quelque 5,7 % pour l'année qui s'est terminée au deuxième trimestre de 2006. L'augmentation du revenu réel (définie comme la différence entre la hausse du PIB nominal en glissement annuel et celle du dégonfleur de la demande intérieure finale) supérieure à la moyenne qui en a découlé a continué de soutenir la forte poussée de la demande intérieure finale<sup>7</sup>.

Le repli récent des cours du pétrole brut et du gaz naturel se traduira probablement par une nouvelle réduction des termes de l'échange du Canada d'ici la fin de 2006, et donc par un tassement de l'expansion du PIB nominal. On peut ainsi s'attendre à ce que la progression moins rapide du revenu nominal pèse sur la croissance des bénéfices des sociétés et des revenus des administrations publiques.



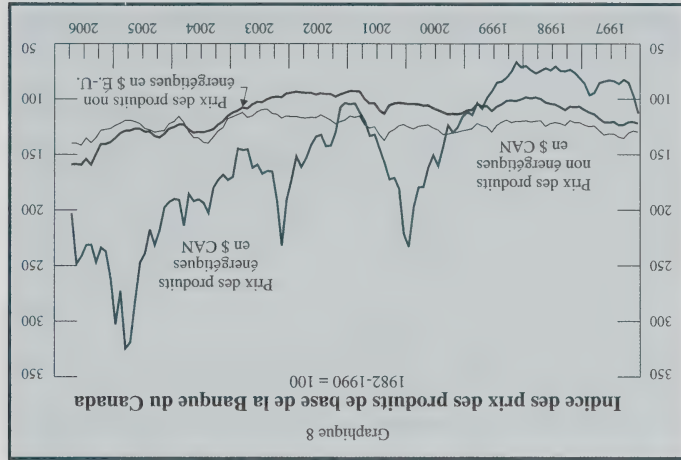
7. Dugunay (2006) analyse de façon plus détaillée le rôle important des fluctuations des termes de l'échange dans l'évolution des revenus réels au Canada.

## Les prix des produits de base et des extrants et les termes de l'échange

Les prix des produits de base non énergétiques sont demeurés fermes depuis la parution de la *Mise à jour* de juillet (Graphique 8). Les métaux ont renchééri encore un peu, à la suite d'un raffermissement de la demande mondiale et de nouvelles perturbations de la production. Les prix du bois d'œuvre ont pour leur part été tirés à la baisse par le repli du marché du logement aux États-Unis.

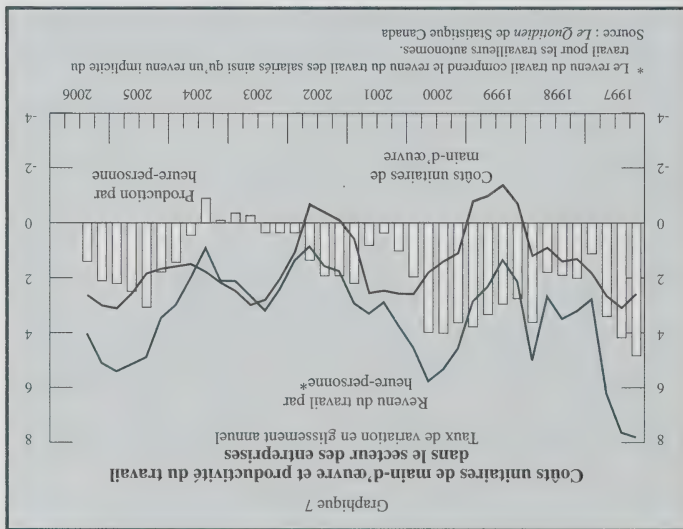
Le cours du baril de pétrole brut léger (West Texas Intermediate), qui se situait à 74 dollars É.-U. au moment de la publication de la *Mise à jour* de juillet, s'est établi en moyenne à 59 dollars É.-U. durant la période de dix jours qui s'est terminée le 13 octobre 2006. Cette diminution semble témoigner du fait que le marché s'inquiète moins des risques d'approvisionnement et s'attend à un certain relâchement de la demande de pétrole à l'échelle mondiale (imputable à la cherté persistante de l'or noir). Ces dernières semaines, les cours du gaz naturel ont aussi quelque peu fléchi par rapport à ce qu'ils étaient au début de juillet à la faveur du niveau relativement élevé des stocks, la demande liée à la climatisation ayant été inférieure aux prévisions à la fin de l'été.

Par suite du recul marqué qu'ont connu les cours du gaz naturel depuis la fin de 2005, les termes de l'échange du Canada se sont détériorés au premier semestre de 2006 (Graphique 9). Résultat, le taux de variation sur quatre trimestres de l'indice des prix en chaîne du PIB (une mesure globale du prix des biens et des services produits au Canada) est passé de 4,1 % au quatrième trimestre de 2005 à 2,8 % au deuxième trimestre de 2006 (Graphique 10).



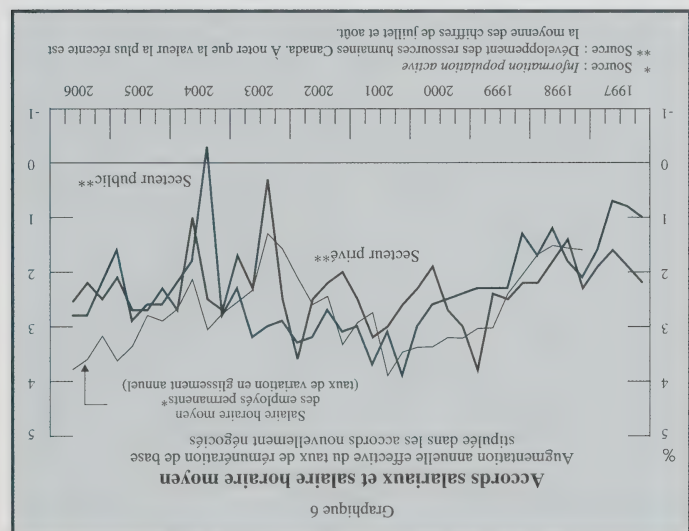
Les prix des produits de base non énergétiques sont demeurés fermes, dans l'ensemble, depuis le début de juillet...

... tandis que les cours du pétrole brut et du gaz naturel se sont repliés.



6. Voir la Note technique 1 du *Rapport sur la politique monétaire* d'avril 2005 et la Note technique 2 de la livraison d'octobre 2005.

*La productivité du travail a crû en moyenne à un rythme inférieur au taux tendanciel de 1 3/4 % retenu comme hypothèse par la Banque...*



Statistique Canada (laquelle avait été gonflée, antérieurement, par des paiements ponctuels exceptionnels) — situe également à environ 4 % sur un la hausse des salaires au deuxième trimestre de 2006 (Graphique 7).

La croissance de la productivité dans le secteur des entreprises s'est établie à 1,0 % en moyenne au cours des trois dernières années et demie. Après être restée quasi inchangée en 2003 et en 2004, elle a fait un bond en 2005, pour se chiffrer à 2,4 %<sup>5</sup>. Cet élan semble toutefois être retombé au premier semestre de 2006. Comme la productivité n'a pas enregistré de période soutenue d'expansion supérieure à 2 % pour contrebalancer sa quasi-stagnation des années 2003 et 2004, le taux d'accroissement tendanciel de 1 3/4 % que la Banque avait retenu pour hypothèse antérieurement paraît désormais surestimé.

Bien que ce taux soit difficile à évaluer, il reste que le rythme de croissance modeste que connaît la productivité depuis quelques années cadre avec le scénario d'une économie subissant d'importantes transformations structurelles pour s'adapter aux fortes variations des cours des produits de base, à l'appréciation marquée du dollar canadien et à l'arrivée de nouveaux concurrents en provenance des pays à marché émergent d'Asie. Comme il en a été question dans de précédentes livraisons du *Rapport*, l'ajustement

5. Statistique Canada avait d'abord estimé à 1,5 % en glissement annuel le gain de productivité réalisé au quatrième trimestre de 2005. Cette estimation a toutefois été révisée à la hausse et portée à 2,2 %, principalement en raison de corrections apportées au nombre d'heures travaillées en 2005.

Le taux d'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles publié par Statistique Canada fait également état de pressions supérieures à la moyenne sur l'appareil de production au deuxième trimestre de 2006.

En septembre, le ratio de l'emploi à la population s'est maintenu à un haut niveau par rapport à ce qu'on a observé dans le passé, et le chômage est resté faible. Le taux d'augmentation sous-jacent des salaires semble avoir monté de nouveau au cours des derniers mois et cadrerait maintenant davantage avec les tensions se manifestant sur le marché du travail.

Malgré les pressions à la baisse soutenues sur les prix d'un grand nombre de biens durables et semi-durables faisant l'objet d'échanges internationaux, l'inflation mesurée par l'indice de référence est restée proche de 2 % depuis le mois de mai, ce qui semble conforter l'opinion selon laquelle l'économie fonctionnait à un niveau dépassant légèrement son potentiel.

Ces mesures dressent un portrait national, mais il est évident que les pressions sur la capacité de production demeurent plus aiguës dans les provinces de l'Ouest. La progression des prix des maisons s'est vivement accélérée en Alberta et à Vancouver alors même qu'elle ralentissait quelque peu dans certaines villes du centre du pays et des provinces de l'Atlantique. Les hausses salariales restent nettement plus élevées en Alberta que dans les autres provinces, une disparité qui reflète les différences entre les pressions s'exerçant sur les marchés du travail régionaux. Il ressort de la dernière enquête menée par la Banque auprès des entreprises que la situation n'a guère varié depuis l'enquête précédente, l'appareil de production demeurant soumis à des tensions beaucoup plus intenses dans les provinces de l'Ouest qu'ailleurs au pays.

Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions sur la capacité de production, le Conseil de direction estime que dans l'ensemble, au troisième trimestre de 2006, l'économie tourne à un niveau tout juste supérieur à son potentiel.

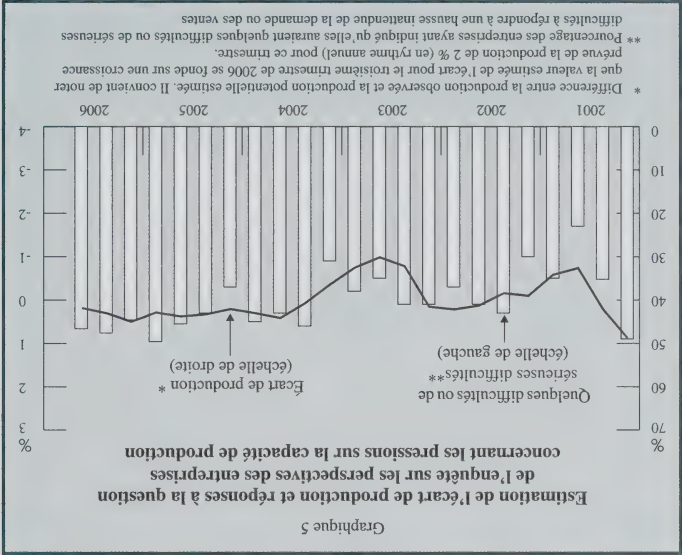
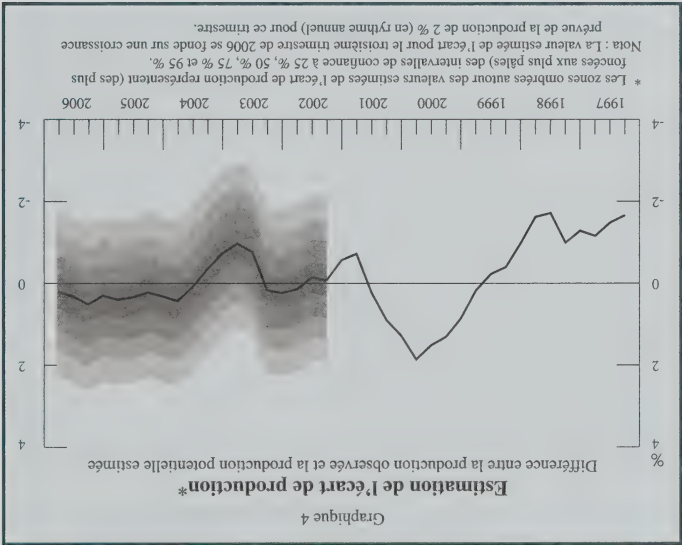
### La rémunération et la productivité du travail

Le taux d'accroissement tendanciel des salaires a poursuivi son ascension ces derniers mois et, comme il a déjà été mentionné, il va maintenant davantage de pair avec le tabeau que les autres indicateurs brossent des tensions qui caractérisent les marchés du travail. Cette évaluation s'appuie sur la variation en glissement annuel du salaire horaire moyen des employés permanents tirée des données de l'Enquête sur la population active que publie Statistique Canada. Selon cette mesure, qui constitue un bon indicateur de la variation sous-jacente des salaires, leur rythme d'augmentation global se serait hissé entre 3 1/2 et 4 % (Graphique 6). Un autre indicateur de l'évolution de la rémunération — la rémunération horaire établie selon les comptes de la productivité de

*Le rythme d'augmentation des salaires s'est hissé entre 3 1/2 et 4 % au cours des derniers mois.*

*L'économie tournait à un niveau tout juste supérieur à son potentiel au troisième trimestre de 2006.*





D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet automne, la proportion des firmes ayant signalé des difficultés à faire face à une poussée inattendue de la demande est demeurée plus élevée que la moyenne (Graphique 5).



En dépit du dynamisme soutenu de l'économie mondiale, les exportations du Canada ont accusé un recul généralisé au premier semestre de 2006, un phénomène qui semble lié à plusieurs facteurs (Note technique 1). Les exportations de produits automobiles, exceptionnellement fortes vers la fin de 2005, sont redescendues à des niveaux plus proches de la normale. Celles de machines et de matériel ont aussi beaucoup baissé au deuxième trimestre de 2006. En outre, l'appréciation qu'a connue le huard ces quatre dernières années a continué de brider la demande d'exportations canadiennes. Toutefois, certains signes témoignent d'un redressement au troisième trimestre de 2006, ce qui laisse supposer qu'une partie de la faiblesse constatée pendant la première moitié de l'année était attribuable à des facteurs passagers. Sous l'impulsion de la progression ferme et soutenue de la demande intérieure finale, les importations ont continué de croître de façon marquée au premier semestre de 2006, bien qu'à une cadence plus lente qu'au second

## L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

Malgré un certain tassement de la croissance ces derniers mois, la plupart des indicateurs des pressions sur la capacité de production donnent à penser que l'économie tournerait à un niveau légèrement supérieur à son potentiel au troisième trimestre de 2006.

*légèrement excédentaire.*

*Selon la plupart des indicateurs, la demande au sein de l'économie serait*

autres indicateurs de la capacité. ment excédentaire concorde avec le tableau que brossent divers entache cette estimation, mais l'existence d'une demande légèrement dépassant d'environ 0,2 % sa capacité de production au troisième de production, qui indique que l'économie tournerait à un rythme leurs sont pris en compte dans la mesure économétrique de l'écart également été un peu inférieur à ce qu'on avait anticipé. Ces facteurs portent à croire que le niveau de l'activité pour ce trimestre a pour le troisième trimestre (contre 3 % au moment de la *Mise à deuxième trimestre de 2006 et le taux d'expansion projeté de 2 %*

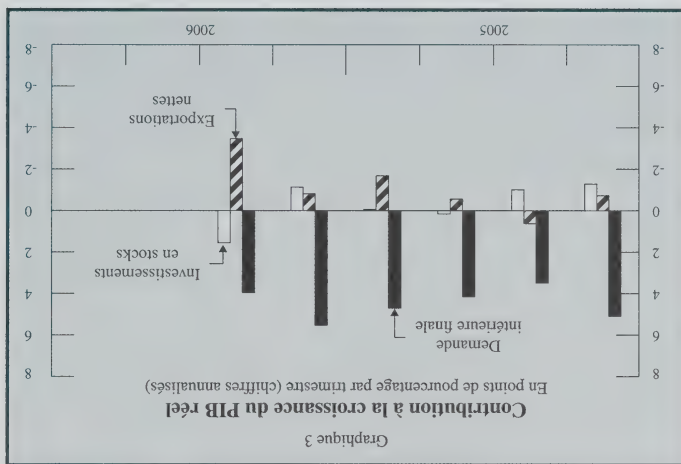
Parallèlement, le ralentissement de la croissance économique au blasse observée de la croissance de la productivité du travail<sup>4</sup>. chiffres retenus dans la *Mise à jour* de juillet, en raison de la faide de la production potentielle selon la mesure dont la Banque se sert habituellement a été revue légèrement à la baisse par rapport aux Pour la période écoulée depuis le début de 2005, l'estimation

4. La pression annuelle de la production potentielle est désormais établie à 2,7 % en 2005 et à 2,8 % au premier semestre de 2006, comparativement aux taux de 2,8 et de 2,9 % que la Banque avançait respectivement, pour les mêmes périodes, dans la *Mise à jour* de juillet. Le taux d'accroissement tend aussi être revu à la baisse, comme on le verra plus loin.

## Les facteurs qui influent sur l'inflation

### La demande globale

Le PIB réel du Canada, qui avait progressé de 3,6 % en chiffres annuels au premier trimestre de 2006, n'a augmenté que de 2,0 % au deuxième trimestre, soit moins que le taux de 3,2 % avancé dans la *Mise à jour* de juillet. Selon les données dont nous disposons actuellement, il aurait crû d'environ 2 % au troisième trimestre de 2006, ce qui est également inférieur aux prévisions et traduirait le net ralentissement observé dans le rythme d'accumulation des stocks par les entreprises comparativement au deuxième trimestre. La demande intérieure finale est demeurée le principal moteur de l'expansion du PIB pendant les six premiers mois de 2006, tandis que les exportations nettes ont fléchi au cours de la même période (Graphique 3). Sous l'effet de la solide rentabilité globale et des pressions s'exerçant sur la capacité de production dans un certain nombre de secteurs, conjuguées aux réductions continues des prix des machines et du matériel importés ainsi qu'aux conditions de financement avantageuses qui leur étaient offertes, les entreprises ont fortement accru leurs dépenses d'investissement. À la faveur de nouvelles hausses substantielles du revenu disponible réel des particuliers et de l'avoir net des ménages (en réaction notamment au renchérissement appréciable des maisons), la progression de la dépense des ménages a également été très vigoureuse pendant la période, s'accélégrant par rapport au second semestre de 2005.



La croissance du PIB réel a été plus faible que prévu au deuxième trimestre.

La demande intérieure finale a enregistré de solides gains au premier semestre de 2006...

Note technique 1

L'interprétation du comportement récent des exportations

Après avoir enregistré une croissance vigoureuse au deuxième semestre de 2005, les exportations de biens et de services canadiens ont baissé au premier semestre de cette année. Les équations macroéconomiques de la Banque pour les exportations n'arrivent pas à expliquer de façon satisfaisante ce recul. Celui-ci semble être davantage lié à des facteurs particuliers, notamment à l'évolution du secteur de l'automobile.

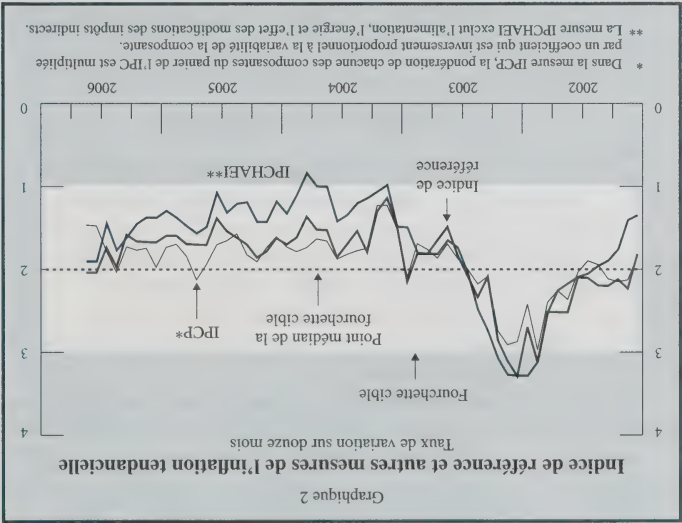
L'essor de l'économie américaine a été un facteur favorable aux exportations canadiennes au cours des dernières années, alors que l'appréciation du dollar canadien a plutôt eu un effet modérateur sur elles. Selon une estimation effectuée à l'aide d'un modèle à correction d'erreurs<sup>1</sup>, l'incidence négative du taux de change aurait toutefois diminué quelque peu durant le premier semestre de 2006 et ne pourrait donc expliquer le ralentissement des exportations. En fait, on remarque que le modèle a sous-estimé la croissance dans la deuxième moitié de 2005 alors que l'inverse s'est produit plus récemment. Ainsi, une bonne partie du comportement récent des exportations paraît attribuable à des chocs non captés par le modèle.

Un examen de la composition sectorielle des exportations donne à penser que l'écart entre les données observées et les simulations du modèle tient surtout à l'évolution du secteur de l'automobile. Les exportations de ce secteur ont en effet connu une très forte croissance au deuxième semestre de 2005, de sorte que les exportations canadiennes de véhicules automobiles par rapport aux ventes américaines ont atteint un niveau exceptionnellement élevé en fin d'année. Au premier semestre de 2006, les exportations du secteur ont chuté, et leur rapport aux ventes américaines a commencé à retourner à des niveaux plus normaux. Deux autres facteurs ont contribué à la vigueur des exportations au second semestre de 2005, soit la réouverture de la frontière américaine aux bovins sur pied en provenance du Canada et la montée des exportations de bois d'œuvre en anticipation de l'effort de reconstruction post-Katrina. En contrepartie, au deuxième trimestre de 2006, les exportations de machines et de matériel ont accusé une baisse marquée qui n'a pas été anticipée par le modèle.

Pour le deuxième semestre de 2006, le modèle prévoit une croissance robuste des exportations. D'après ce dernier, l'effet modérateur du taux de change continuera de s'estomper, alors que l'impulsion provenant de l'expansion de la demande aux États-Unis diminuera quelque peu, en partie à cause du ralentissement de l'activité sur le marché du logement dans ce pays. Le scénario de référence décrit dans le présent rapport suppose cependant que les exportations croîtront à un taux inférieur à celui de 6 % prédit par le modèle, à cause essentiellement de la poursuite de l'ajustement dans le secteur de l'automobile.

Croissance effective et simulée des exportations (en taux annualisé)				
	05S2	06S1	06S2	
Croissance effective des exportations	7,4	-2,5	n.d.	
Croissance simulée	3,9	5,3	6,0	
Apport de la demande américaine	6,7	6,6	4,6	
Apport des prix relatifs	-4,5	-3,2	-1,1	
Apport des autres facteurs	1,7	1,9	2,5	

1. Ce modèle économétrique relie le taux de croissance des exportations à l'évolution des principales composantes de la demande américaine, à une mesure des prix relatifs et à une mesure de l'ouverture au commerce international. Il est à noter que la version actuelle du modèle diffère légèrement de celle présentée dans l'Encadré 1 de l'article « Les exportations, les importations et l'appréciation du dollar canadien », paru dans la livraison de l'automne 2005 de la *Revue de la Banque du Canada*, puisqu'elle inclut la construction résidentielle parmi les composantes de la demande américaine.



légèrement le chiffre avancé dans la *Mise à jour* de juillet. Le prix même, les prix dans les secteurs du logement et des services ont progressé à un rythme un peu plus vif que prévu. Par exemple, la hausse du coût de remplacement par le propriétaire (une composante importante des frais de logement inclus dans l'indice de référence) s'est accentuée cette année dans la foulée de la majoration substantielle des prix des maisons neuves, surtout en Alberta. Le relèvement des prix des autres services s'est aussi accéléré quelque peu, en raison principalement d'une légère remontée des primes d'assurance automobile. Ces pressions ascendantes ont été contrebalancées en partie par le recul des prix d'une grande quantité de biens à forte teneur en importations, attribuable à de nouvelles baisses des prix mondiaux de nombreux biens manufacturés et à l'appréciation passée du dollar canadien.

L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est hissée à 2,0 % en juillet — plus tôt qu'escompté — et est demeurée à ce niveau en août. Les autres mesures de l'inflation tendancielle que la Banque suit se sont aussi généralement rapprochées de 2 % lorsque l'on exclut l'effet des modifications des impôts indirects (Graphique 2<sup>3</sup>). Les hausses affichées par ces mesures concordent avec le point de vue de la Banque, selon lequel l'économie fonctionnait récemment à un niveau tout juste supérieur à son potentiel.

3. À noter qu'IPCP, l'une des mesures de l'inflation tendancielle illustrée dans le Graphique 2, englobe l'effet des modifications de la TPS et des autres impôts indirects.

L'inflation mesurée par l'indice de référence est montée à 2 % en juillet et s'est maintenue à ce niveau en août.

## 2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global a en grande partie par l'incidence sur les prix à la consommation de la réduction de la TPS entrée en vigueur en juillet 2006, ainsi que par la progression plus faible, en glissement annuel, des prix de détail de l'énergie. Si l'on exclut l'effet des variations des impôts indirects, la hausse de l'IPC global s'établissait à 2,6 % en août<sup>1</sup>. L'inflation mesurée par l'indice de référence, qui par définition fait abstraction de telles variations, est montée à 2,0 % en juillet et s'est maintenue à ce niveau en août, après avoir avoisiné 1,7 % au cours des quatre premiers mois de l'année<sup>2</sup>.

### L'inflation et la cible de 2 %

Bien que le taux d'augmentation de l'IPC global soit redescendu près de la cible de 2 % en août (Graphique 1), il dépassait



... taux qui était néanmoins un peu plus élevé que prévu.

1. On estime maintenant que la réduction de 1 point de pourcentage de la TPS et les faibles hausses d'autres impôts indirects ont eu pour effet combiné de réduire le taux d'augmentation de l'IPC global de 0,5 % en juillet et en août 2006. L'incidence des variations des impôts indirects a donc été légèrement inférieure à ce qui avait été estimé antérieurement (0,6 %), surtout en raison des hausses des taxes d'accise fédérales sur les produits du tabac et les boissons alcoolisées.

2. L'indice de référence exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC global et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Les composantes exclues sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.



(TPS) et l'évolution des marchés de l'énergie. Si l'on en juge par les prix négociés sur les marchés à terme de l'énergie, l'inflation mesurée par l'IPC global avoisinera probablement 1 1/2 % en moyenne jusqu'au deuxième trimestre de 2007, avant de remonter à la cible de 2 %, où elle devrait rester jusqu'à la fin de la période de projection.

La Banque a décidé de maintenir le taux cible du financement à un jour à 4 1/4 % le 6 septembre et le 17 octobre. Elle juge à l'heure actuelle que le taux directeur se trouve à un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation à moyen terme.

Comme elle l'indiquait dans son communiqué du 6 septembre dernier, la Banque est d'avis que les risques pesant sur le scénario de référence se sont légèrement accentués depuis juillet. Le principal risque à la hausse est lié au dynamisme des dépenses des ménages et des prix des logements. Le plus important risque à la baisse tient à la possibilité que l'économie américaine ralentisse plus fortement que prévu, ce qui provoquerait une diminution des exportations canadiennes. La Banque considère que les risques à la hausse et à la baisse qui entourent sa projection au sujet de l'inflation sont relativement équilibrés.

La correction des déséquilibres mondiaux s'opère sans heurts, quoique lentement. Toutefois, en l'absence de nouvelles mesures de politique appropriées, il subsiste une possibilité que cet ajustement devienne désordonné. Pour cette raison, la résultante des risques associée à la croissance des économies mondiale et canadienne s'inscrit légèrement en baisse vers la fin de la période de projection.



## 1. VUE D'ENSEMBLE

L'économie canadienne continue de fonctionner à un niveau tout juste supérieur à sa capacité de production, et l'inflation mesurée par l'indice de référence attendu à court terme a augmenté quelque peu. Toutefois, étant donné le ralentissement plus rapide que prévu de l'activité aux États-Unis, le scénario de référence relatif à la croissance de l'économie canadienne a été revu légèrement à la baisse par rapport à celui exposé dans la *Mise à jour* de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*. En outre, le recul des prix de l'énergie a entraîné une révision à la baisse du taux d'accroissement projeté de l'IPC global et contribué à ramener le cours du dollar canadien dans une fourchette un peu plus basse.

Bien que la demande intérieure au Canada ait continué de progresser à un rythme solide, la croissance du PIB aux deuxièmes et troisièmes trimestres de 2006 a été plus faible qu'on ne s'y attendait, en bonne partie à cause du fléchissement des exportations nettes. La détérioration des perspectives à court terme aux États-Unis est venue assombrir celles des exportations et de la croissance au Canada. De plus, compte tenu de l'évolution récente de la productivité du travail, la Banque a réduit à 2,8 % le taux d'augmentation de la production potentielle postulé pour la période 2006-2008. En conséquence, la Banque a revu à la baisse son scénario de référence concernant l'économie canadienne et entrevoit maintenant une progression du PIB de 2,8 % cette année et de 2,5 % en 2007. Cependant, vu la reprise escomptée de l'économie américaine vers la fin de l'an prochain, la croissance devrait s'accélérer pour atteindre 2,8 % en 2008. Ce profil de croissance implique que le faible excédent affiché par la demande en ce moment se résorbera d'ici le second semestre de 2007 et que par la suite, l'économie demeurera essentiellement en équilibre jusqu'à la fin de la période de projection.

Étant donné la légère demande excédentaire observée à l'heure actuelle et la vigueur des prix des logements, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se hisser légèrement au-dessus de 2 % au cours des prochains mois. On prévoit qu'elle redescendra à 2 % au milieu de 2007 et qu'elle s'y maintiendra jusqu'à la fin de 2008, à mesure que l'économie retournera à son potentiel et que les pressions exercées par les prix des logements s'atténueront. Le taux d'accroissement de l'IPC global continuera d'être influencé par la diminution de la taxe sur les produits et services

*Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préalable du 17 octobre 2006.*



# TABLE DES MATIÈRES

1. Vue d'ensemble .....	5
2. L'évolution récente de l'inflation .....	7
L'inflation et la cible de 2 % .....	7
Les facteurs qui influent sur l'inflation .....	10
3. L'évolution financière .....	19
Les taux d'intérêt et les taux de change .....	19
Les conditions du crédit et d'autres aspects de l'évolution financière .....	22
4. Les perspectives .....	25
La conjoncture internationale .....	25
La demande et l'offre globales au Canada .....	29
Les perspectives en matière d'inflation .....	31
Les risques pesant sur les perspectives .....	34
Bibliographie .....	37
Notes techniques	
1. L'interprétation du comportement récent des exportations .....	9
2. Le nouvel indice de taux de change du dollar canadien .....	20
3. Les liens entre les prix des maisons, le crédit et les dépenses des ménages .....	35

Il importe de ne pas oublier qu'au moment de formuler la politique monétaire, la Banque tente toujours de dresser un portrait global de l'économie. Nous ne réagissons pas de façon intempestive à une information isolée. Nous réunissons plutôt tous les éléments qui nous permettent de dégager les tendances de l'économie.

David Dodge

*Gouverneur, Banque du Canada*  
21 juin 2006

*Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada,  
composé de David Dodge, Paul Jenkins, Pierre Duguay,  
David Longworth et Tiff Macklem.*

— Octobre 2006 —

# RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

BANQUE DU CANADA



# LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA

## La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi, c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

## L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.

- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

## Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. Cette fourchette cible de maîtrise de l'inflation a été reconduite à quelques reprises, la dernière fois en mai 2001, lorsqu'il a été décidé d'en prolonger l'application jusqu'à la fin de 2006. La politique monétaire est axée sur le maintien du taux d'inflation à 2 %, soit le point médian de la fourchette, afin de maximiser la probabilité que l'inflation demeure à l'intérieur de celle-ci et d'accroître la prévisibilité de l'inflation à long terme (Crawford, 2001).

## Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur un indice qui mesure l'inflation fondamentale — appelé *indice de référence* — en excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Cet indice est généralement un meilleur indicateur des pressions inflationnistes sous-jacentes que ne l'est le plus récent taux d'accroissement, en glissement annuel, de l'IPC (Macklem, 2001; Armour et Laflèche, 2006).

# Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2006

BANQUE DU CANADA



CAL  
FN73  
MS6



# MONETARY POLICY REPORT

– October 2006 –

# Summary

## Overview

The Canadian economy continues to operate just above its full production capacity, and the near-term outlook for core inflation has moved slightly higher. However, with the U.S. economy slowing more quickly than expected, the base-case projection for Canadian economic growth has been revised down slightly from that in the July *Monetary Policy Report Update*. Lower energy prices have led to a downward revision of the projection for total consumer price inflation. They have also contributed to moving the Canadian dollar into a somewhat lower trading range.

Although domestic demand in Canada has continued to grow at a robust pace, GDP growth in the second and third quarters of 2006 has been slower than expected, largely because of weaker net exports. A weaker near-term outlook for the U.S. economy has curbed the near-term prospects for Canadian exports and growth. As well, the Bank has lowered its assumption for potential growth to 2.8 per cent for the 2006–08 period, given recent developments in labour productivity. As a result of these factors, the Bank's base-case projection for Canadian GDP growth has been lowered to 2.8 per cent this year and 2.5 per cent in 2007.

But with the U.S. economy projected to recover by the end of 2007, growth should pick up to 2.8 per cent in 2008. Such a profile implies that the small amount of excess demand now in the economy will be eliminated by the second half of 2007 and that the economy

## Highlights

- The Canadian economy is judged to be operating just above its production capacity.
- The projection for Canadian growth has been lowered to 2.8 per cent for 2006 and 2.5 per cent for 2007, owing to a weaker near-term U.S. outlook.
- The Bank has lowered its assumption for potential growth to 2.8 per cent for 2006–08.
- Total CPI inflation is projected to average about 1 1/2 per cent until mid-2007 and then return to the 2 per cent target.
- The risks around the Bank's inflation projection are judged to be roughly balanced.
- The current level of the policy interest rate is judged, at this time, to be consistent with achieving the inflation target.

*This is a summary of the Monetary Policy Report of the Governing Council of the Bank of Canada. The Report is based on information received up to the fixed announcement date on 17 October 2006.*

will then remain roughly in balance through to the end of the projection period.

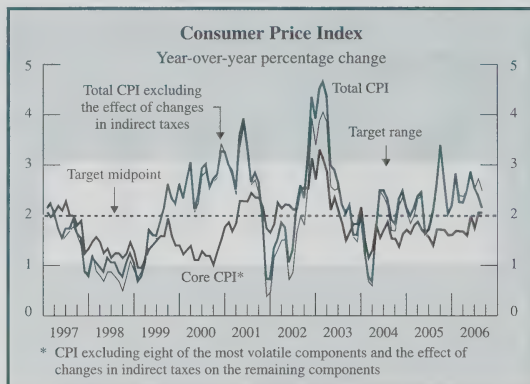
With the economy currently in slight excess demand and with strong momentum in housing prices, core inflation is expected to move slightly above 2 per cent in the coming months. As the economy returns to potential and pressures from housing prices ease, core inflation should return to 2 per cent by the middle of 2007 and stay there through to the end of 2008.

Total CPI inflation will continue to be affected by the cut in the Goods and Services Tax (GST) and by developments in energy markets. Based on prices embedded in markets for energy futures, total inflation will likely average about 1 1/2 per cent through to the second quarter of 2007, before returning to the 2 per cent target and remaining there through to the end of the projection period.

The Bank of Canada left the target for the overnight rate unchanged at 4.25 per cent on 6 September and 17 October. The current level of the policy rate is judged, at this time, to be consistent with achieving the inflation target over the medium term.

As noted in the press release of 6 September, the risks around the base-case projection are judged to be a little greater than at the time of the *July Update*. The main upside risk relates to the momentum in household spending and housing prices. The main downside risk is that the U.S. economy could slow more sharply than expected, leading to lower Canadian exports. The Bank judges that the upside and downside risks to its inflation projection are roughly balanced.

The correction of global imbalances is unfolding in a benign, albeit slow, manner. However, in the absence of further appropriate policy actions, there remains a possibility of a disorderly resolution of these imbalances. Consequently, the balance of risks for global and Canadian growth is tilted slightly to the downside late in the projection period.



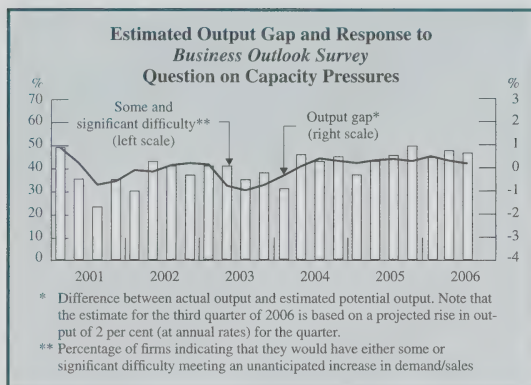
## Recent Developments

Total CPI inflation has stayed above the 2 per cent target in recent months. Although total inflation was 2.1 per cent in August, down from 2.8 per cent in May, much of that decline represented the temporary impact of the reduction in the GST. Without the effect of changes in indirect taxes, inflation would have been 2.6 per cent in August. Higher prices for gasoline, housing, and some services have put upward pressure on inflation. But this has been partially offset by lower prices for many imported goods. Core inflation moved up to 2.0 per cent in July, which was earlier than had been expected, and remained there in August.

Economic growth slowed in the second quarter to a 2.0 per cent annual rate, down from 3.6 per cent in the first quarter, and lower than the 3.2 per cent rate projected in the *July Update*. Current information suggests that third-quarter growth was also about 2 per cent.

Final domestic demand continued to be the main driver of growth in the first half of the year. Gains in incomes and net worth led to strong household spending, while high profit levels helped support capital spending by business. Exports contracted in the first half of 2006 after growing at a rapid





pace in late 2005, but there are signs that export growth resumed in the third quarter.

The weaker-than-expected activity in the second and third quarters implies that the economy is operating at a level slightly lower than previously expected. With recent weakness in labour productivity growth, however, the Bank's conventional estimate of potential output for 2005–06 has also been revised down slightly. Thus, the conventional measure of the output gap indicates that the economy was operating at a level 0.2 per cent above its production potential in the third quarter. While there is considerable uncertainty surrounding this estimate, a wide range of indicators are broadly consistent with the Governing Council's judgment that the economy is operating just above its production capacity.

The prices of many non-energy commodities have remained firm. However, crude oil prices have come down in recent weeks, reflecting reduced supply risk and some easing in the projected growth of demand. There has also been a marked reduction in natural gas prices since the end of 2005. These developments mean a reduction in Canada's terms of trade and slower growth in nominal GDP over the balance of 2006. This implies some downward pressure on the growth of corporate

profits and government revenues in the future.

## *Prospects for growth and inflation*

The Bank's base-case projection has been developed assuming a slow and orderly resolution of global imbalances. Energy prices are assumed to evolve along a path that is consistent with current futures prices, and the Canadian dollar is assumed to remain within the recent range of 87.5 to 90.5 cents U.S.

The global economy continues to expand at a solid pace. While growth has slowed in the United States, economies in Europe, Japan, and many emerging markets have been strengthening. These signs that growth in demand is rotating away from the United States and towards other economies are encouraging, as this is important for an orderly unwinding of global imbalances. Overall, the projection for global economic growth has been raised to 5.1 per cent in 2006, 4.7 per cent next year, and 4.5 per cent in 2008.

Growth in the U.S. economy is now projected at 3.3 per cent for 2006 as a whole, down slightly from the July *Update*. Given the pronounced slowdown in the housing sector, U.S. GDP growth in the second half of 2006 is likely to be in the range of 2 to 2 1/2 per cent. This is below the growth rate of potential output, which is now assumed to be 3 per cent. Growth should remain below potential into 2007, at 2.6 per cent, but recover by the end of the year and average 3.2 per cent in 2008. With slower near-term growth, U.S. core inflation should move gradually lower.

In Canada, domestic demand is projected to continue to support economic expansion through 2008. Consumer spending is expected to remain firm, owing to further gains in disposable income and household net worth. Business investment is projected to strengthen further, prompted by capacity



constraints, relatively high commodity prices, favourable financing conditions, and strong cash flow. But housing investment is expected to decline slightly in 2007 and 2008. The Bank assumes that governments as a whole will act to bring spending and revenues into balance, consistent with commitments to run balanced budgets.

With the slowing in the U.S. economy, and given the lagged effects of the past appreciation of the Canadian dollar, near-term export growth is projected to be modest, while imports should continue to rise more strongly. Net exports are projected to subtract 1.3 percentage points from growth this year and 0.7 percentage points in 2007. By 2008, net exports are no longer projected to be a drag on growth.

The Bank's base-case projection calls for average annual real GDP growth of 2.8 per cent in 2006, 2.5 per cent in 2007, and 2.8 per cent in 2008. This projection reflects the weaker near-term outlook for the United States. The base case also takes into account a reduction in our assumption for potential output growth to 2.8 per cent through 2008, which is due to lower assumed trend growth in labour productivity. The implication is that the economy would remain in slight excess demand in the near term, before returning to potential in the second half of 2007. The economy would then continue to operate at about its production capacity through to the end of 2008.

Developments in energy markets, as well as the reduction in the GST, imply that total inflation will fall temporarily below 1 per cent in September. Total inflation will likely average about 1 1/2 per cent from the fourth quarter of 2006 through to the second quarter

of 2007 (lower than projected in the *Update*) and then average about 2 per cent through to the end of 2008. Core inflation is projected to move slightly above 2 per cent through to mid-2007, given the small amount of excess demand in the economy and continued momentum in housing prices. The upward pressure coming from these factors should continue to be partly offset by further downward pressure coming from the lower prices of manufactured goods. As these pressures ease, core inflation should return to 2 per cent in the second half of next year and stay there for the remainder of the projection period.

Summary of the Base-Case Projection*						
	2006			2007		2008
	Q2	Q3	Q4	H1	H2	
Real GDP (period-over-period percentage change at annual rates)**	2.0 (3.2)	2.0 (3.0)	2.8 (3.0)	2.5 (2.8)	2.7 (2.7)	2.8 (2.8)
Real GDP (year-over-year percentage change)	2.9 (3.2)	2.5 (3.1)	2.6 (3.2)	2.4 (2.9)	2.6 (2.8)	2.8 (2.8)
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.8 (1.8)	2.0 (2.0)	2.1 (2.0)	2.2 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.6 (2.7)	1.7 (1.5)	1.5 (1.8)	1.4 (1.6)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI excluding the effect of changes in indirect taxes (year-over-year percentage change)	2.6 (2.7)	2.2 (2.1)	2.0 (2.4)	1.9 (2.2)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
WTI*** (level)	71 (71)	71 (73)	60 (75)	64 (76)	66 (75)	67 (73)

\* Figures in parentheses are from the July *Update*.

\*\* For half and full years, the number reported is the average of the respective quarter-to-quarter percentage growth at annual rates.

\*\*\* Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 13 October 2006

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: 1 877 782-8248; email: [publications@bankofcanada.ca](mailto:publications@bankofcanada.ca)  
or visit our website: [www.bankofcanada.ca](http://www.bankofcanada.ca)

baïsse dues au recul des prix des biens manuf-  
facturés. On prévoit que l'inflation mesurée  
par l'indice de référence redescendra à 2 %  
au second semestre de l'an prochain et qu'elle  
se maintiendra à ce niveau jusqu'à la fin de la  
période de projection, à mesure que ces pres-

sions s'atténueront.

Compte tenu du ralentissement de l'éco-  
nomie américaine et des effets retardés de  
l'appréciation passée du dollar canadien, on  
s'attend à ce que l'expansion des exporta-  
tions soit modérée à court terme et à ce que le  
dynamisme des importations s'intensifie. Les  
exportations nettes devraient retrancher  
1,3 point de pourcentage au taux de crois-

sance cette année et 0,7 point en 2007, mais ne  
plus freiner l'expansion en 2008.

Dans son scénario de référence, la Banque

prévoit que le taux d'augmentation an-  
nuel moyen du PIB réel se situera à 2,8 % en

2006, à 2,5 % en 2007 et à 2,8 % en 2008. Cette

projection reflète la détérioration des pers-  
pectives à court terme de l'économie améri-  
caine. Elle tient compte aussi de la réduction

de notre estimation du taux d'accroissement  
de la production potentielle, qui s'établit

maintenant à 2,8 %, et ce, jusqu'à la fin de  
2008. Cette révision reflète celle qui a été ap-

portée au taux de croissance tendantiel de la  
production à court terme de l'économie améri-

l'écartera encore une demande lé-  
gère et la diminution de la TPS auront eu pour

effet de faire tomber temporairement l'infla-  
tion mesurée par l'IPC global au-dessous de

1 % en septembre. Le taux de progression  
moyen de cet indice avoisinera vraisemblab-

lement 1 1/2 % entre le dernier trimestre de  
2006 et le deuxième trimestre de 2007 (soit un

niveau moins élevé qu'on ne l'entrevoitait  
dans la *Mise à jour* de juillet). Il devrait ensuite

s'établir aux alentours de 2 % jusqu'à la fin de  
2008. Pour sa part, l'inflation mesurée par

l'indice de référence devrait dépasser quel-  
que peu la cible de 2 % jusqu'au milieu de

2007, compte tenu de la demande légèrement  
excédentaire au sein de l'économie et de la vi-

gueur persistante des prix des logements. Les  
pressions à la hausse attribuables à ces fac-

teurs devraient être encore en partie contre-

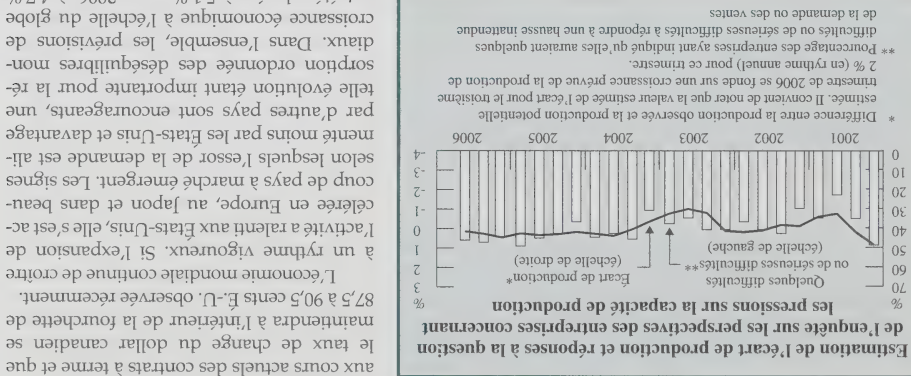
balancées par de nouvelles pressions à la

Résumé des projections selon le scénario de référence\*

	2006		2007		2008
	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> sem.
PIB réel (taux (ou taux moyen) de croissance trimestriel annualisé)**	2,0	2,0	2,8	2,5	2,7
	(3,2)	(3,0)	(3,0)	(2,8)	(2,7)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	2,9	2,5	2,6	2,4	2,6
	(3,2)	(3,1)	(3,2)	(2,9)	(2,8)
Indice de référence	1,8	2,0	2,1	2,2	2,0
	(1,8)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)
IPC global	2,6	1,7	1,5	1,4	2,0
	(2,7)	(1,5)	(1,8)	(1,6)	(2,0)
IPC global corrigé de l'effet des modifications des impôts indi- rects (taux de variation en glissement annuel)	2,6	2,2	2,0	1,9	2,0
	(2,7)	(2,1)	(2,4)	(2,2)	(2,0)
WTI ***	71	71	60	64	66
	(71)	(73)	(75)	(76)	(73)

\* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la *Mise à jour* de juillet.  
\*\* Dans le cas des semestres et des années complètes, le chiffre indiqué  
représente la moyenne des taux de croissance trimestriels annualisés  
respectifs.  
\*\*\* L'hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas  
Intermédiaire (en \$ E.-U. le baril) se fonde sur le prix moyen  
des contrats à terme pendant la période de deux semaines  
terminée le 13 octobre 2006.

Le Rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada est publié en avril et en octobre. Des mises à jour  
de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du Rapport au  
complet, du Sommaire ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publica-  
tions, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.  
Téléphone : 1 877 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca  
site Web : www.banqueducanada.ca



aux cours actuels des contrats à terme et que maintenant à l'intérieur de la fourchette de 87,5 à 90,5 cents B.-U., observée récemment. L'économie mondiale continue de croître à un rythme vigoureux. Si l'expansion de l'activité a ralenti aux États-Unis, elle s'est accélérée en Europe, au Japon et dans beaucoup de pays à marché émergent. Les signes selon lesquels l'essor de la demande est allé de pair d'autres pays sont encourageants, une telle évolution étant importante pour la résorption ordonnée des déséquilibres mondiaux. Dans l'ensemble, les prévisions de croissance économique à l'échelle du globe ont été relevées à 5,1 % pour 2006, à 4,7 % pour l'an prochain et à 4,5 % pour 2008.

On juge en ce moment que l'économie américaine progressera de 3,3 % en 2006, soit un peu moins rapidement qu'on ne l'avait anticipé dans la *Mise à jour* de juillet. Comme l'activité a décéléré de façon marquée dans le secteur du logement, la croissance du PIB aux États-Unis au second semestre de 2006 s'estabira probablement dans une fourchette de 2 à 2 1/2 %, c'est-à-dire en deçà du taux d'accroissement de la production potentielle, actuellement estimé à 3 %. Le rythme d'expansion de l'économie devrait rester inférieur à celui de la production potentielle en 2007, soit à 2,6 %, mais augmenter d'ici la fin de cette année-là et se situer à 3,2 %, en moyenne, en 2008. On s'attend à ce que l'inflation tendanciellement diminue graduellement chez nos voisins du sud, sous l'effet du ralentissement de la croissance à court terme.

Au Canada, la demande intérieure continue vraiment de soutenir l'expansion économique jusqu'à la fin de 2008. Les dépenses de consommation devraient rester fermes, à la faveur de nouveaux gains aux chapitres du revenu disponible et de l'avoit net des ménages. On estime que les investissements des entreprises se renforceront davantage, du fait des contrats de capacité, des court relativement élevés des produits de base, des conditions financières favorables et des liquidités importantes. Par contre, les investissements dans le secteur du logement devraient reculer quelque peu en 2007 et 2008. La Banque suppose que l'ensemble des administrations publiques équilibreront leurs dépenses et leurs recettes, confortablement aux engagements qu'elles ont pris à cet égard.

Le scénario de référence de la Banque suppose que les déséquilibres mondiaux se résorberont de manière progressive et ordonnée. On fait également l'hypothèse que l'évolution des prix de l'énergie sera conforme

production potentielle estimée au moyen de la mesure dont se sert habituellement la Banque aussi été revu légèrement à la baisse pour 2005 et 2006. Par conséquent, la mesure économique de l'écart de production indiquée que l'économie tournerait à un rythme dépassant de 0,2 % sa capacité de production au troisième trimestre. Une grande incertitude entache cette estimation, mais l'opinion du Conseil de direction selon laquelle l'économie fonctionne à un niveau tout juste supérieur à son plein potentiel est corroborée de manière générale par un large éventail d'indicateurs.

Les prix de nombreux produits de base non énergétiques sont demeurés fermes. Les cours du pétrole ont toutefois fléchi ces derniers semaines, sous l'effet d'une diminution des risques d'approvisionnement et dans la perspective d'une progression moins vive de la demande. Les cours du gaz naturel ont également connu un recul marqué depuis la fin de 2005. Cette évolution se traduira par une réduction des termes de l'échange du Canada et par un tassement de l'expansion du PIB nominal pendant le reste de 2006. On peut ainsi s'attendre à ce que la croissance des bénéfices des sociétés et des revenus des administrations publiques soit soumise à certaines pressions à la baisse dans l'avenir.

## Les perspectives en matière de croissance et d'inflation

Le scénario de référence de la Banque suppose que les déséquilibres mondiaux se résorberont de manière progressive et ordonnée. On fait également l'hypothèse que l'évolution des prix de l'énergie sera conforme



### Indice des prix à la consommation



à 2 % au milieu de 2007 et qu'elle s'y maintiendra jusqu'à la fin de 2008, à mesure que l'économie retournera à son potentiel et que les pressions exercées par les prix des logements s'atténueront.

Le taux d'accroissement de l'IPC global continuera d'être influencé par la diminution de la taxe sur les produits et services (TPS) et l'évolution des marchés de l'énergie. Si l'on en juge par les prix négociés sur les marchés à terme de l'énergie, l'inflation mesurée par l'IPC global avoisinera probablement 1,1/2 % en moyenne jusqu'au deuxième trimestre de 2007, avant de remonter à la cible de 2 %, où elle devrait rester jusqu'à la fin de la période de projection.

La Banque a décidé de maintenir le taux cible d'inflation à moyen terme.

Comme elle l'indiquait dans son communiqué du 6 septembre dernier, la Banque est d'avis que les risques pesant sur le scénario de référence se sont légèrement accentués depuis juillet. Le principal risque à la hausse est lié au dynamisme des dépenses des ménages et des prix des logements. Le plus important risque à la baisse tient à la possibilité que l'économie américaine ralentisse plus fortement que prévu, ce qui provoquerait une diminution des exportations canadiennes. La Banque considère que les risques à la hausse et à la baisse qui entourent sa projection au sujet de l'inflation sont relativement équilibrés.

### L'évolution récente

Au cours des derniers mois, le taux d'accroissement de l'IPC global est demeuré au-dessus de la cible de 2 %. L'inflation mesurée par cet indice a chuté, passant de 2,8 % en mai à 2,1 % en août, mais ce recul est surtout attribuable à l'incidence temporaire de la réduction de la TPS. Sans les modifications des impôts

indirects, l'inflation se serait chiffrée à 2,6 % en août. Le renchérissement de l'essence, du logement et de certains services a exercé des pressions à la hausse sur l'inflation, qui ont cependant été en partie contrebalancées par le repli des prix de nombreux biens importés. L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est hissée à 2,0 % en juillet, soit plus tôt qu'escompté, et s'est maintenue à ce niveau en août.

L'expansion de l'économie a ralenti : après s'être établie à 3,6 % en chiffres annuels au premier trimestre, elle s'est située à 2,0 % au deuxième trimestre, soit un rythme moins élevé que les 3,2 % anticipés dans la *Mise à jour* de juillet. Selon les données dont nous disposons, le PIB réel aurait crû d'environ 2 % au troisième trimestre.

La demande intérieure finale est demeurée le principal moteur de la croissance au premier semestre. La dépense des ménages a fortement progressé à la faveur de la hausse du revenu et de l'avoir net de ces derniers, tandis que les profits substantiels que les entreprises ont réalisés les ont aidés à accroître leurs dépenses d'investissement. Après avoir augmenté rapidement à la fin de 2005, les exportations se sont contractées au premier semestre de 2006, mais certains signes témoignent d'un redressement au troisième trimestre.

Le fait que l'activité économique ait été moins élevée que prévu aux deuxième et troisième trimestres de 2006 implique que son niveau est un peu inférieur à ce qu'on avait anticipé. Vu la faiblesse récente de la croissance de la productivité du travail, cependant, le taux d'augmentation de la

# RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

- Octobre 2006 -

# Sommaire

## Vue d'ensemble

L'économie canadienne continue de fonctionner à un niveau tout juste supérieur à sa capacité de production, et l'inflation demeure dans la zone cible. Le rapport sur la politique monétaire, mis à jour de juillet du rapport sur la politique monétaire. En outre, le recul des prix de l'énergie a entraîné une révision à la baisse du taux d'accroissement projeté de l'IPC global et contribue à ramener le cours du dollar canadien dans une fourchette un peu plus basse. Bien que la demande intérieure au Canada ait continué de progresser à un rythme solide, la croissance du PIB aux deuxième et troisième trimestres de 2006 a été plus faible qu'on ne s'y attendait, en bonne partie à cause du ralentissement des exportations nettes. La détérioration des perspectives à court terme aux États-Unis est venue s'ajouter à celle des exportations nettes et de la croissance au Canada. De plus, compte tenu de l'évolution récente de la productivité du travail, la Banque a réduit à 2,8 % le taux d'augmentation de la production potentielle postulé pour la période 2006-2008. En conséquence, la Banque a revu à la baisse son scénario de référence concernant l'économie canadienne et entrevoit maintenant une progression du PIB de 2,8 % cette année et de 2,5 % en 2007. Cependant, vu la reprise escomptée de l'économie américaine vers la fin de l'an prochain, la croissance devrait s'accroître pour atteindre 2,8 % en 2008. Ce profil de croissance implique que le faible excédent

affiché par la demande en ce moment se résorbera d'ici le second semestre de 2007 et que par la suite l'économie demeurera essentiellement en équilibre jusqu'à la fin de la période de projection. Étant donné la légère demande excédentaire observée à l'heure actuelle et la vigueur par l'indice de référence devrait se hisser légèrement au-dessus de 2 % au cours des prochains mois. On prévoit qu'elle redescendra

## Faits saillants

- La Banque estime que l'économie canadienne fonctionne à un niveau tout juste supérieur à sa capacité de production.
- Le taux de croissance projeté de l'économie canadienne a été réduit à 2,8 % pour 2006 et à 2,5 % pour 2007, en raison de la détérioration des perspectives à court terme aux États-Unis.
- La Banque a abaissé à 2,8 % le taux d'accroissement de la production potentielle postulé pour la période 2006-2008.
- L'inflation mesurée par l'IPC global devrait avoir une hausse de 1,2 % en moyenne jusqu'au milieu de 2007, avant de remonter à la cible de 2 %.
- La Banque considère que les risques entourant sa projection au sujet de l'inflation sont relativement équilibrés.
- La Banque juge à l'heure actuelle que le taux directeur se trouve à un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation.







## MONETARY POLICY REPORT

– April 2006 –

## Summary

**Overview**

The Canadian economy continues to grow at a solid pace, consistent with the Bank's outlook in the January *Monetary Policy Report Update*. The global economy has been robust, showing a little more momentum than had been anticipated. This has led to higher prices for many commodities which, along with strong domestic demand, have supported economic activity in Canada. At the same time, global competition and the past appreciation of the Canadian dollar continue to pose challenges for a number of sectors. All factors considered, the Canadian economy is judged to be operating at, or just above, its production capacity.

High and variable energy prices associated with the strength of global demand have kept total CPI inflation above the Bank's 2 per cent target. Core inflation has remained below 2 per cent, owing to persistent downward pressure from the prices of imported consumer goods.

Against this backdrop, the Bank raised its policy interest rate by one-quarter of one percentage point on 7 March and again on 25 April, bringing it to 4.0 per cent.

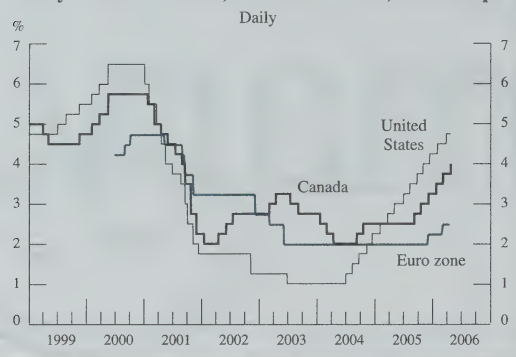
Canada's GDP is projected to grow by 3.1 per cent in 2006, in line with expectations in the January *Update*, and by 3.0 per cent in 2007, slightly stronger

than previously expected. Growth in 2008 is expected to be 2.9 per cent. The Canadian economy is projected to operate slightly above its capacity through 2006 and to return to capacity by the end of 2008.

Total CPI inflation will continue to be volatile, affected by the evolution of

**Highlights**

- The Canadian economy is judged to be operating at, or just above, its production capacity, supported by robust global growth, higher commodity prices, and strong domestic demand.
- The Bank projects economic growth of 3.1 per cent in 2006, 3.0 per cent in 2007, and 2.9 per cent in 2008.
- Total CPI inflation (excluding any changes in the GST) should average close to 2 per cent in 2007 and 2008.
- The Bank judges that the risks to the projection are roughly balanced, with a small tilt to the downside later in the projection period.
- In line with the Bank's outlook, some modest further increase in the policy interest rate may be required.

**Policy Rates in Canada, the United States, and Europe**

energy prices. Based on prices embedded in energy futures markets, the Bank projects total CPI inflation (excluding any changes in the Goods and Services Tax—GST) to average close to 2 per cent in 2007 and 2008. Upward pressure on inflation from excess demand in the economy is offset by downward pressure from the declining prices of many imported consumer goods. Core inflation is projected to rise to 2 per cent in the second half of this year and to remain there through the end of 2008.

There are both upside and downside risks to the Bank's projection for growth and inflation. In the Bank's view, these risks are roughly balanced, with a small tilt to the downside later in the projection period.

In line with the Bank's outlook for the Canadian economy, some modest further increase in the policy interest rate may be required to keep aggregate supply and demand in balance and inflation on target over the medium term. The Bank will closely monitor evolving developments in the Canadian economy in light of the cumulative increase in the policy interest rate since last September.

### Recent Developments

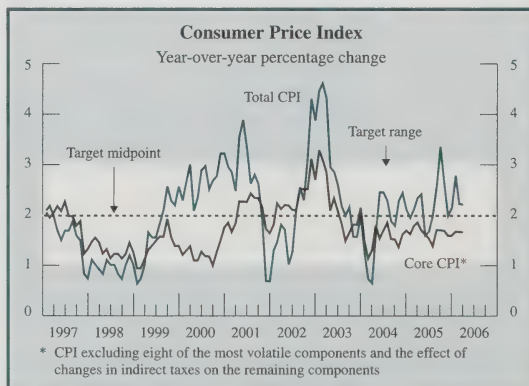
Total CPI inflation has averaged 2.5 per cent since last September, owing mainly to increases in energy prices.

Fluctuations in the inflation rate have been caused largely by swings in gasoline prices. But over the same period, core inflation has remained stable near 1.7 per cent. The declining world prices of many manufactured consumer goods and the past appreciation of the Canadian dollar have helped to keep core inflation low. There has been little evidence that higher energy costs are being passed through more generally to the prices of other goods and services.

The Canadian economy has maintained steady growth, even as it continues to adjust to global developments. Canada's terms of trade rose sharply in the second half of 2005. This boosted corporate profits, labour income, and government revenues. Labour productivity grew at a higher rate in the second half of last year, bringing it closer to the Bank's assumption for trend productivity growth. The Canadian dollar has traded in a range of 85 1/2 to 88 1/2 cents U.S. since the January *Update*.

Real GDP grew at an annual rate of 3 per cent in the second half of 2005, as expected. The level of economic activity at the end of last year was very close to what the Bank had anticipated. Growth in the first quarter of 2006 is projected to be 3.2 per cent.

After weighing all the indicators of capacity pressures, the Bank's Governing Council judges that the economy was operating at, or just above, its production capacity in early 2006.



## Prospects for Growth and Inflation

The global economy has remained robust, with most major overseas economies participating in the expansion. Global growth in 2005 was stronger than expected, and significant momentum is expected to carry forward into this year. Growth is projected to moderate slightly in 2007 and 2008.

The U.S. economy is expected to continue to expand strongly in 2006, with real GDP growth of 3.5 per cent, then moderate to 3.2 per cent in 2007 and to 3.1 per cent in 2008.

The Bank's base-case assumes an orderly unwinding of global imbalances, reflecting a shift in global demand stemming from market-based adjustments, including a gradual, real effective depreciation of the U.S. dollar. This shift of demand is also supported by policy-based adjustments, including a reduction of the U.S. fiscal deficit, structural reforms in Europe and Asia, and more flexibility in Asian exchange rates. It is assumed that only a small fraction of the U.S.-dollar depreciation will be against the Canadian dollar, and that it will occur late in the projection period.

In Canada, final domestic demand continues to be the main driver of growth. Business investment is projected to remain strong through 2008. This reflects a robust global economy, high commodity prices, and healthy profits

and corporate balance sheets. Consumer spending should also remain firm through the period, reflecting further gains in real disposable income. Housing investment is projected to continue to contribute to growth in 2006 before easing in 2007 and 2008. Government spending at all levels should grow in line with revenues.

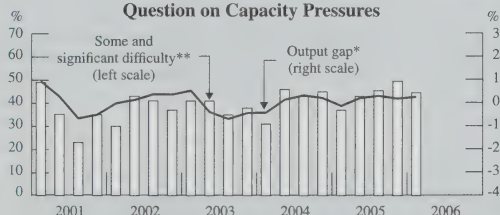
Both imports and exports are expected to rise through 2008. Net exports are still expected to be a slight drag on growth for some time, with this effect diminishing over the projection period.

Overall, the Bank projects GDP growth of 3.1 per cent in 2006, 3.0 per cent in 2007, and 2.9 per cent in 2008. This profile implies that the Canadian economy would be in slight excess demand this year and would return to potential by the end of the projection period. In the base-case projection, the slowing in U.S. economic growth, combined with the lagged effects of past interest rate increases, as well as some modest further increase in interest rates across the yield curve, will bring aggregate demand and supply back into balance.

Core inflation is expected to rise to 2 per cent in the second half of this year, earlier than expected in the *January Update*, owing to increases in electricity prices. Ongoing downward pressure on core inflation from reductions in the prices of manufactured goods should be offset by upward pressure coming from the economy operating with slight excess demand. These offsetting factors are projected to diminish in tandem over the projection period, leaving core inflation at 2 per cent.

Total CPI inflation will continue to be affected by developments in the markets for crude oil and natural gas. Total inflation should average about 2.5 per cent through the middle of 2006. But after a period of volatility exacerbated by the movements in energy prices a year earlier, total inflation is projected to return close to the 2 per cent target in the first half of 2007.

**Estimated Output Gap and Response to Business Outlook Survey Question on Capacity Pressures**



\* Difference between actual output and estimated potential output. Note that the estimate for the first quarter of 2006 is based on a projected rise in output of 3.2 per cent (at annual rates) for the quarter.

\*\* Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales



This projection does not take into account the federal government's stated intention to reduce the GST from 7 per cent to 6 per cent in the near future, and to 5 per cent within five years. The Bank estimates that the direct effect of a reduction in the GST from 7 per cent to 6 per cent would be a reduction in the total CPI inflation rate of about 0.6 percentage points over a one-year period. The core rate of inflation would not be directly affected by the GST reduction. The Bank's approach is to look through any direct effects on total CPI inflation from changes in indirect taxes.

### *Risks to the Outlook*

There are both upside and downside risks to the Bank's base-case projection. In the main, the Bank judges these risks to be roughly balanced. However, there remains a small risk of a disorderly correction to global imbalances, leading to significantly weaker global growth, which tilts the risks to the downside later in the projection period. This risk appears to be lower than previously judged, given the tentative signs of policy shifts and of rotation in global demand.

The upside risks for growth and inflation in Canada stem largely from the momentum of the global economy and the associated future path of commodity prices. Stronger global growth could also risk putting pressure on global production capacity. This could reduce the pace of price declines for many manufactured consumer goods, adding to upward pressure on inflation in Canada.

At the same time, there is an important downside risk that the U.S. economy

could slow more quickly than anticipated. There is also a risk that adjustment to global imbalances could involve weaker global growth, which would have additional negative consequences for Canada. As well, the real effective depreciation of the U.S. dollar may affect the Canadian dollar more than is assumed, putting a renewed drag on net exports and dampening economic activity in Canada.

There continues to be uncertainty about the level and growth of potential output in Canada. Given the productivity-enhancing investments that are being made, productivity growth could be higher than assumed in the base-case projection. However, the large sectoral and regional shifts still under way continue to make it particularly difficult to assess the economy's production capacity.

**Summary of the Base-Case Projection\***

	2006				2007		2008
	Q1	Q2	Q3	Q4	H1	H2	
Real GDP (quarter-to-quarter percentage change at annual rates)	3.2 (3.2)	3.2 (3.1)	3.0 (3.0)	3.0 (3.0)	2.9 (2.9)	2.9 (2.8)	2.9
Real GDP (year-over-year percentage change)	3.2 (3.2)	3.1 (3.1)	3.0 (3.0)	3.1 (3.1)	3.0 (3.0)	2.9 (2.9)	2.9
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.7 (1.7)	1.8 (1.8)	2.0 (1.9)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0
Total CPI** (year-over-year percentage change)	2.4 (2.5)	2.6 (2.4)	1.9 (1.9)	2.3 (2.3)	2.1 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0
WTI† (level)	63 (65)	70 (66)	73 (67)	74 (67)	74 (67)	73 (67)	71

\* Figures in parentheses are from the January *Monetary Policy Report Update*.

\*\* Excluding the effect of any changes in the Goods and Services Tax

† Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 21 April 2006

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: 1-877-782-8248; email: [publications@bankofcanada.ca](mailto:publications@bankofcanada.ca);  
or visit our website: [www.bankofcanada.ca](http://www.bankofcanada.ca)

## Les risques pesant sur les perspectives

directe sur l'inflation mesurée par l'indice de abstraction de toute répercussion directe d'une modification des impôts indirects sur l'inflation mesurée par l'IPC global.

Le scénario de référence de la Banque est

entaché de risques aussi bien à la hausse qu'à la baisse. Dans l'ensemble, la Banque considère que ceux-ci sont relativement équilibrés. Toutefois, il subsiste un faible risque que la correction des déséquilibres mondiaux se fasse de façon désordonnée, ce qui affaiblirait sensiblement la croissance à l'échelle internationale et accentuerait donc les risques d'un ralentissement économique plus tard au cours de la période de projection. Cette éventualité paraît moins probable qu'elle ne l'était il y a quelque temps, à en juger par les signes d'une modification des politiques et de la composition de la demande mondiale.

Les risques que la progression de l'activité et l'inflation au Canada soient plus élevées que prévu sont grandement liés au dynamisme de l'expansion mondiale et à la trajectoire des cours des produits de base qui en découleront. Une croissance plus rapide de l'économie mondiale risque également d'exercer des tensions sur les capacités de production, ce qui pourrait ralentir le repli des prix de nombreux biens de consommation manufacturés et du même coup amplifier les pressions à la hausse sur l'inflation au Canada.

Par ailleurs, la croissance de l'économie canadienne pourrait être inférieure à ce que projette le scénario de référence en raison du risque important que l'activité se tasse de manière plus abrupte qu'anticipé aux États-Unis. Il est possible également que le processus d'ajustement aux déséquilibres mondiaux provoque une expansion plus faible à l'échelle internationale, ce qui ajouterait aux retombées négatives pour le Canada. Enfin, la dépréciation du dollar américain en termes

effectifs réels pourrait être plus accentuée vis-à-vis du nuard que ne le suppose notre projection, ce qui freinerait encore davantage les exportations nettes et la croissance au pays. Des incertitudes continuent d'entourer le niveau et la croissance de la production potentielle au Canada. Il se pourrait ainsi que, à la faveur des investissements effectués par les entreprises pour accroître leur productivité, la croissance de la productivité soit supérieure à ce que suppose le scénario de référence. Néanmoins, compte tenu des importants ajustements sectoriels et régionaux qui sont encore en cours, il demeure particulièrement difficile d'évaluer la capacité de production de l'économie.

### Résumé des projections selon le scénario de référence\*

	2006			2007			2008
	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> sem.	
PIB réel (taux de variation trimestriel annuelisé)	3,2	3,2	3,0	3,0	2,9	2,9	2,9
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	(3,2)	(3,1)	(3,0)	(3,0)	(2,9)	(2,8)	
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	3,2	3,1	3,0	3,1	3,0	2,9	2,9
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,7	1,8	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
IPC global** (taux de variation en glissement annuel)	2,4	2,6	1,9	2,3	2,1	2,0	2,0
WTI † (niveau)	63	70	73	74	74	73	71

\* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire parue en janvier 2006.  
\*\* Exclusion faite des effets d'une modification de la taxe sur les produits et services (L'hypothèse relative au cours du pétrole brut Texas Intermedieat (en \$ E.-U. le baril) se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines se terminant le 21 avril 2006.  
† Le bari) se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de

Le Rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada est publié en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du Rapport au complet, du Sommaire ou de la Mise à jour, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.  
Téléphone : 1 877 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca; site Web : www.banqueducanada.ca.



publiques devraient évoluer de pair avec les

recettes publiques. Tant les importations que les exportations devraient croître jusqu'à la fin de 2008.

On prévoit encore que les exportations nettes brideront la croissance un peu pendant quel-ques temps et que cette incidence s'atténuera au cours de l'horizon projeté.

Globalement, la Banque s'attend à ce que le PIB progresse à un rythme de 3,1 % en 2006, de 3,0 % en 2007 et de 2,9 % en 2008. Ce

profil laisse entendre que l'économie affichera une demande légèrement excédentaire cette année et que son taux de croissance retournera au niveau de la production potentielle avant la fin de la période de projection.

La Banque suppose également, dans son scénario de référence, que la baisse de régime de l'économie américaine, combinée à l'effet retardé des relèvements passés des taux d'intérêt et d'une modeste hausse supplémentaire de ces derniers, rétablira l'équilibre entre

l'offre et la demande globales. L'inflation devrait remonter à 2 % au second semestre de cette année, soit plus tôt qu'on le prévoyait dans la *Mise à jour* de janvier, sous l'effet de majorations des tarifs d'électricité.

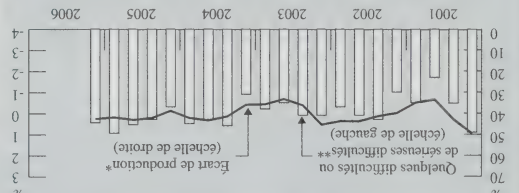
Les pressions à la baisse continues que la réduction des prix des biens manufacturés exerce sur l'inflation devraient être compensées par les pressions à la hausse attribuables au léger excédent de la demande au sein de l'économie. On s'attend à ce que ces pressions opposées diminuent en parallèle au cours de la période de projection, ramenant l'inflation mesurée par l'indice de réf-

rence à 2 %.

Le comportement des cours du pétrole brut et du gaz naturel continuera d'avoir une incidence sur le taux d'accroissement de l'IPC global, lequel devrait avoisiner, en moyenne, 2,5 % au premier semestre de 2006. Après une période de volatilité accentuée par les mouvements enregistrés par les prix des produits énergétiques un an plus tôt, ce taux devrait toutefois retourner à un niveau proche de la cible de 2 % au premier semestre de 2007.

Cette projection ne tient pas compte de l'intention manifestée par le gouvernement fédéral de ramener la TPS de 7 à 6 % dans un proche avenir et à 5 % d'ici cinq ans. La Banque estime que la première réduction aurait pour conséquence directe de retrancher quelque 0,6 point de pourcentage au taux d'accroissement de l'IPC global dans les douze mois qui suivraient. Il n'y aurait aucune incidence

**Estimation de l'écart de production et réponses à la question de l'enquête sur les perspectives des entreprises concernant les pressions sur la capacité de production**



\* Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. Il convient de noter que la valeur estimée de l'écart pour le premier trimestre de 2006 se fonde sur une croissance prévue de la production de 3,2 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

\*\* Pourcentages des entreprises ayant indiqué qu'elles maintiendront la demande ou des ventes de scénarios difficiles à répondre à une hausse maintenue de la demande ou des ventes

Aux États-Unis, la forte croissance de

l'activité devrait se poursuivre en 2006, le rythme d'expansion du PIB réel atteignant 3,5 % cette année, avant de ralentir à 3,2 % en 2007 et à 3,1 % en 2008.

Le scénario de référence de la Banque suppose que les déséquilibres mondiaux se resorberont de façon ordonnée sous l'effet d'un déplacement de la demande mondiale

de coulant des ajustements opérés par le marché, dont une baisse graduelle du taux de change réel effectif du dollar américain. Ce déplacement est également favorisé par l'adoption de politiques correctives visant notamment une réduction du déficit budgétaire des États-Unis, une réforme des structures en Europe et en Asie et une plus grande flexibilité des taux de change des monnaies asiatiques. La Banque fait l'hypothèse que le dollar canadien ne sera que légèrement touché par la dépréciation de la devise américaine et que l'ajustement se produira vers la fin de l'horizon projeté.

Au Canada, la demande intérieure finale demeure le principal moteur de l'expansion économique. On croit que les investissements des entreprises resteront robustes d'ici la fin de 2008, sous l'impulsion du dynamisme de l'économie mondiale, des prix élevés des matières premières ainsi que de la grande solidité des bilans et de la forte rentabilité des entreprises. Les dépenses de consommation devraient également rester vigoureuses pendant la période de projection, sous l'effet de nouveaux gains au chapitre du revenu réel disponible. On s'attend à ce que les investissements dans le secteur du logement continuent de contribuer à la croissance cette année, avant de fléchir en 2007 et en 2008. Les dépenses de l'ensemble des administrations

L'expansion de l'économie mondiale, à laquelle ont contribué la plupart des principales économies d'outre-mer, est demeurée vigoureuse. En 2005, elle a dépassé les prévisions et devrait conserver une bonne part de son dynamisme cette année, pour ensuite se modérer légèrement en 2007 et en 2008.

## Les perspectives en matière de croissance et d'inflation

Après avoir passé en revue tous les indicateurs des perspectives s'exerçant sur la capacité de production, le Conseil de direction de la Banque juge qu'au début de 2006, l'économie fonctionnerait à un niveau égal ou tout juste supérieur à sa capacité de production.

Celle-ci estime que la croissance au premier trimestre de 2006 a atteint 3,2 %.

Le PIB réel a progressé de 3 % en taux annuel au second semestre de 2005, conformément aux attentes. À la fin de l'année, l'activité économique se situait à un niveau très proche de celui que la Banque projetait. L'activité économique se situait à un niveau proche de celui que la Banque projetait. L'activité économique se situait à un niveau proche de celui que la Banque projetait.

Bien qu'elle continue de s'ajuster à l'évolution de la conjoncture internationale, l'économie canadienne a maintenu un rythme d'expansion soutenu. Les termes de l'échange ont contribué à la hausse qu'à la baisse, tant à la hausse qu'à la baisse.

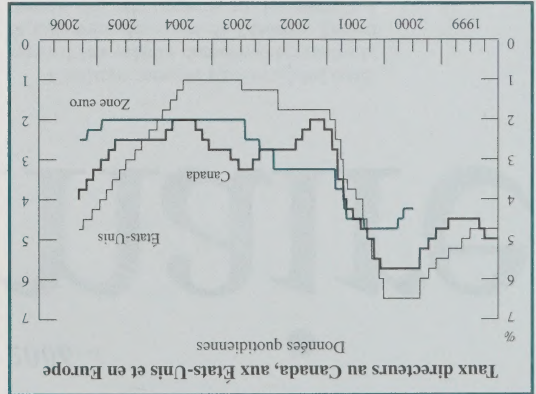
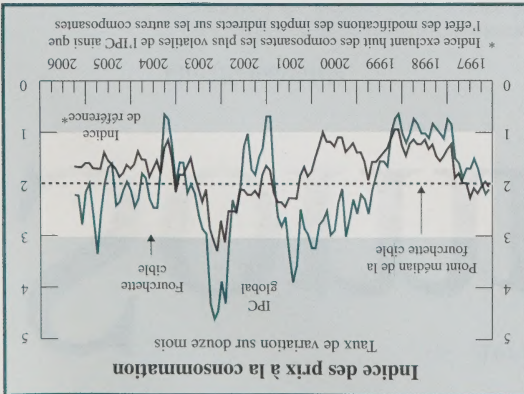
Le rythme d'accroissement de l'IPC global s'est établi à 2,5 % en moyenne depuis septembre dernier, en raison surtout de la hausse des cours de l'énergie. Il a enregistré de fortes fluctuations attribuables dans une large mesure aux variations des prix de l'énergie. En revanche, l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée stable durant la même période, à environ 1,7 %. La baisse des prix mondiaux de nombreux biens manufacturés et l'appréciation passée du dollar canadien ont contribué à contenir le taux d'augmentation de cet indice. Peu de signes laissent croire que le renchérissement de l'énergie se répercutera de façon plus générale sur les prix des autres biens et services.

## L'évolution récente

À la lumière de ces perspectives, la Banque estime qu'elle pourrait devoir relever encore quelque peu le taux directeur afin de maintenir l'équilibre entre l'offre et la demande globale et de garder l'inflation au taux cible à moyen terme. Elle suivra de près l'évolution de l'économie canadienne en tenant compte de la hausse cumulative du taux directeur depuis septembre dernier.

Les risques, tant à la hausse qu'à la baisse, pèsent sur la projection de la Banque en matière de croissance et d'inflation. L'institution juge que ceux-ci sont relativement équilibrés, les risques à la baisse devenant légèrement prépondérants plus tard au cours de la période de projection.

L'indice de référence remonte à 2 % au second semestre de l'année et s'y maintiendra jusqu'à la fin de 2008.





## RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

- Avril 2006 -

## Sommaire

## Vue d'ensemble

La croissance de l'économie canadienne se poursuit à un rythme solide, comme la Banque le projetait dans la *Mise à jour* de janvier du Rapport sur la politique monétaire. L'économie mondiale est vigoureuse et affiche un dynamisme légèrement plus prononcé que prévu, ce qui a donné lieu à un renchérissement de nombreux produits de base. Celui-ci, conjugué à la vive demande intérieure, a rallié l'activité économique au pays. Par ailleurs, la concurrence sur la scène internationale et l'appéciation passée du dollar canadien continuent de poser des défis à plusieurs secteurs. Tout bien considéré, la Banque estime que l'économie canadienne fonctionne à un niveau égal ou tout juste supérieur à sa capacité de production.

Les cours élevés et variables de l'énergie associés à la forte demande mondiale ont maintenu le taux d'accroissement de l'IPC global au-dessus de la cible de 2 % visée par la Banque. L'inflation mesurée par l'indice de référence est toutefois restée en deçà du taux cible, en raison des pressions à la baisse persistantes exercées par les prix des biens de consommation importés.

Dans ces circonstances, la Banque a décidé de majorer son taux directeur de un quart de point de pourcentage le 7 mars et à nouveau le 25 avril, pour le porter à 4,0 %. Le PIB du Canada devrait progresser de 3,1 % en 2006, conformément aux attentes exposées dans la *Mise à jour* de janvier, et de 3,0 % en 2007, ce qui est un peu plus rapide qu'espéré alors. Pour 2008, la croissance anticipée est de 2,9 %. On prévoit que l'économie canadienne tournera à un niveau légèrement supérieur à sa capacité tout au long de 2006 et qu'elle fonctionnera de nouveau à son potentiel avant la fin de 2008.

L'inflation mesurée par l'IPC global continue d'être volatile, demeurant tributaire de la trajectoire des cours de l'énergie. Tenant compte des prix négociés sur les marchés à terme de l'énergie, la Banque prévoit que le taux d'augmentation de cet indice (exclusion faite des effets d'une modification de la taxe sur les produits et services, ou TPS) avoisinera 2 %, en moyenne, en 2007 et en 2008. Les pressions à la hausse sur l'inflation venant de la demande excédentaire au sein de l'économie devraient être contrebalancées par les pressions à la baisse dues au repli des prix de nombreux biens de consommation importés. On s'attend à ce que l'inflation mesurée par

## Faits saillants

- La Banque estime que l'économie canadienne fonctionne à un niveau égal ou tout juste supérieur à sa capacité de production, soutenue en cela par une expansion vigoureuse à l'échelle mondiale, un renchérissement des produits de base et le dynamisme de la demande intérieure.
- La Banque prévoit une croissance de 3,1 % en 2006, de 3,0 % en 2007 et de 2,9 % en 2008.
- Le taux d'augmentation de l'IPC global (exclusion faite des effets d'une modification de la TPS) devrait avoisiner 2 %, en moyenne, en 2007 et en 2008.
- La Banque juge que les risques entourant sa projection sont relativement équilibrés, les risques à la baisse devenant légèrement prépondérants plus tard au cours de la période de projection.
- À la lumière de ces perspectives, la Banque estime qu'elle pourrait devoir relever encore quelque peu le taux directeur.





